

Сергій Мошенський

Між Лондоном і Парижем

Фінансові ринки індустріальної епохи

Сергій Мошенський

МІЖ ЛОНДОНОМ І ПАРИЖЕМ

Фінансові ринки індустріальної епохи

Київ
Креативна агенція «Артіль»
2025

УДК 336.76(410+44)(0.062)
М90

Мошенський С.

М90 Між Лондоном і Парижем. Фінансові ринки індустріальної епохи / Сергій Мошенський. — Київ : Креативна агенція «Артіль», 2025. — 784 с.

ISBN 978-617-8422-58-5

Значна частина індустріальної епохи збіглася у часі з періодом «першої» (або британської, як її іноді називають) глобалізації, коли виник світовий ринок капіталів і цінних паперів. Ця епоха наочно показала відмінності між двома моделями фінансових ринків – децентралізованою англо-американською, пов'язаною з мережевими структурами ринку й властивою таким структурам тенденцією до самоорганізації; і централізованою франко-німецькою, де основний акцент був зроблений на ієрархічні структури й директивну роль держави в керуванні економікою. Тому історію фінансових систем Англії та інших країн з децентралізованою моделлю можна назвати тріумфом громадянського суспільства, а країн із централізованою моделлю, таких як Франція й Німеччина, – тріумфом держави. Історія фінансових ринків індустріальної епохи демонструє не тільки відмінності цих моделей, але й дещо важливіше – цей ринок зміг найкраще проявити свій потенціал саме в децентралізованій англо-американській моделі. Цим і пояснюється назва книги – «Між Лондоном і Парижем», які стали основними полюсами у світовій фінансовій системі індустріальної епохи.

УДК 336.76(410+44)(0.062)

Усі права захищено.

*Повне або часткове відтворення матеріалів книжки
можливе лише за письмової згоди правовласника.*

ISBN 978-617-8422-58-5

© Сергій Мошенський, 2025
© Креативна агенція «Артіль», 2025

ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА.....	17
----------------	----

ЧАСТИНА ПЕРША.

РАННЯ ІНДУСТРІАЛІЗАЦІЯ ТА ПІДНЕСЕННЯ АНГЛІЇ	19
Занепад Амстердаму	21
Індустріальна епоха та Британська імперія.....	27
Інновації та цикли економічного розвитку.....	32
Рання індустріалізація та її загальні закономірності.....	37
Джерела фінансування ранньої індустріалізації	40
Культура підприємництва й дух епохи.....	45
<i>Співробітництво творців технологічних інновацій та підприємців</i>	<i>48</i>
<i>«Джентльменський капіталізм».....</i>	<i>49</i>
<i>Індивідуальні інвестори та рантье</i>	<i>54</i>
Промислова революція та економічне зростання.....	64
Гальмування економічного зростання наприкінці XIX століття	67
Сфера фінансових послуг в Англії епохи промислової революції	69
Фінансові центри – світові столиці капіталу	72

ЧАСТИНА ДРУГА.

НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ 77

Британський ринок цінних паперів

у доіндустріальну епоху 79

Славна революція 1688 р. 79

Заснування Банку Англії й виникнення ринку

державних облігацій 83

Перші акціонерні компанії в Англії 85

Спекулятивний бум 1790-х років

навколо акцій каналів 89

Лондонська біржа 89

Франція: фінансова система й цінні папери 92

Ставлення до фінансів у Франції 92

Заснування Паризької біржі 95

Французька революція та економічна політика

Наполеона 97

Дві моделі фінансових ринків 105

Особливості акціонерного законодавства

в Англії та Франції 109

Роль французьких державних облігацій

у розвитку міжнародного ринку

цінних паперів 111

Зростання мобільності фінансового капіталу та приватні

банкірські дома 113

Міграція капіталу з Амстердаму в Лондон 113

Натан Ротшильд 116

Фінансова аристократія 120

Перетворення лондонського Сіті

на фінансовий центр світу 121

Британський ринок цінних паперів і криза 1825 р. 123

Ринок цінних паперів у 1820-ті роки 123

Виникнення інтересу

до іноземних цінних паперів 128

Поява латиноамериканських цінних паперів 129

Латиноамериканські акції 134

Акціонерне засновництво 1820-х років у Великій Британії	136
Афера генерала Макгрегора	138
Розпал буму навколо латиноамериканських паперів	141
Бенджамін Дізраелі під час буму 1820-х років	145
Початок спаду	146
Криза 1825 р. в інших країнах	152
Депресія 1826–1928 рр. і спад 1829–1830 рр.....	154
Підйом 1834–1836 рр. і криза 1837 р. у Великій Британії.....	156
Підйом 1834–1836 рр.	156
Початок кризи	158
Причини кризи	160
Криза 1837 р. у Франції та в інших країнах	161
Особливості кризи 1837 р.....	163
Формування ринку цінних паперів у США	165
Країна нових можливостей	165
Олександр Гамільтон і перші американські цінні папери.....	165
Нагромадження капіталів. Перші банки та біржі.....	167
Фінансова криза 1819 р.	170
Підйом 1830-х років у США	171
Криза 1837 р.	173
Американський ринок цінних паперів в 1840-ві роки	176
Ринок цінних паперів у німецьких державах.....	179
Конфедерація німецьких держав	179
Франкфуртська та Берлінська біржі	181
Кризи 1825 і 1936–1837 рр. у Німеччині	182
Формування ринку цінних паперів в Австрійській імперії	184
Габсбурзька монархія в центрі Європи.....	184
Виникнення банківської системи	187

<i>Австрійський ринок цінних паперів.....</i>	<i>188</i>
<i>Віденська біржа.....</i>	<i>191</i>
Створення транспортної інфраструктури	
та криза 1847 р.	192
<i>Початок нового підйому</i>	
<i>в британській економіці.....</i>	<i>192</i>
<i>Залізничний бум в Англії.....</i>	<i>194</i>
<i>Наближення кризи у Великій Британії.....</i>	<i>202</i>
<i>Англійська криза 1847 року</i>	<i>205</i>
<i>Історія залізничного короля Джорджа Хадсона ..</i>	<i>207</i>
<i>Наслідки кризи.....</i>	<i>209</i>
<i>Підйом 1840-х років у Франції та криза 1847 р. ..</i>	<i>210</i>
<i>Криза й революція в Німеччині.....</i>	<i>214</i>
<i>Криза в інших країнах</i>	<i>216</i>
<i>Особливості кризи 1847 р.....</i>	<i>217</i>
<i>Загальні тенденції у формуванні ринків</i>	
<i>цінних паперів у першій половині XIX ст.</i>	<i>219</i>

ЧАСТИНА ТРЕТЯ.

ТРІУМФ ВІЛЬНОЇ ТОРГІВЛІ223

Розвиток міжнародної торгівлі	
та концентрація капіталу	225
<i>Епоха вільної торгівлі</i>	<i>225</i>
<i>Концентрація капіталів</i>	
<i>і масова індустріалізація у 1850-х роках</i>	<i>226</i>
<i>Криза 1857 р. та її особливості</i>	<i>227</i>
<i>Підйом 1860-х років</i>	<i>229</i>
<i>Нова хвиля акціонерного засновництва</i>	<i>230</i>
<i>Банківська революція</i>	<i>231</i>
<i>Поява масового ринку цінних паперів.....</i>	<i>234</i>
<i>Інформаційна революція та світові</i>	
<i>фінансові центри 1850–1860-х років</i>	<i>235</i>
Британський ринок цінних паперів	
у період вільної торгівлі	237
<i>Вікторіанська епоха</i>	<i>237</i>

Фінансове серце світу.....	240
Британські банки.....	242
Початок підйому 1850-х років	244
Проміжні кризи 1851 і 1854 рр.	247
Фінансова криза 1857 р.	249
Початок підйому 1860-х років.....	251
Криза 1866 р. в Англії	253
Британський ринок цінних паперів у 1860-ті роки	255
Індустріалізація у Франції та ринок цінних паперів	257
Франція в епоху Другої імперії	257
Залізничний бум 1850-х років	258
Засновництво 1850-х років і акціонерний банк <i>Credit Mobilier</i>	259
Криза 1857 р.	262
Підйом 1860-х років і криза 1867 р.....	263
Ринок цінних паперів і Паризька біржа	265
«Позолочене століття»: ринок цінних паперів США у другій половині XIX ст.	270
Америка в середині XIX століття.....	270
Підйом 1850-х років.....	272
Спекулятивний пузир 1857 р.	273
«Бавовняні облігації» під час громадянської війни	276
Нова хвиля зростання в 1860-ті роки	278
Залізничний бум	279
Джей Гулд	282
Вплив кризи 1866 р. у США та депресія 1867 року	283
Проблема розкриття фінансової інформації.....	284
Об'єднання Німеччини та прискорений розвиток ринку цінних паперів	286
Об'єднання Німеччини	286
Германська індустріалізація	288

<i>Криза 1857 р. у Гамбурзі</i>	289
<i>Підйом 1860-х років</i>	291
<i>Німецька модель капіталізму</i>	293
<i>Біржі у Франкфурті та Берліні</i>	296
<i>Грюндерський бум</i>	297
<i>Герсон Бляйхредер</i>	301
<i>Особливості акціонерного буму</i>	302
<i>Афери Струсберга</i> <i>та початок «грюндерського краху»</i>	303
Австрійський ринок цінних паперів: 1848–1873 рр.	307
<i>Відень – центральноевропейська</i> <i>столиця капіталу</i>	307
<i>«Березнева революція» 1848 г. і початок</i> <i>індустріалізації</i>	308
<i>Формування кредитно-фінансової системи</i>	309
<i>Зростання значення акціонерних</i> <i>комерційних банків</i>	310
<i>Створення Австро-Угорщини</i> <i>та економічний підйом кінця 1860-х років</i>	312
<i>Акціонерне засновництво 1860-х –</i> <i>початку 1870-х років</i>	313
<i>Криза на Віденській біржі</i>	318
Міжнародна криза 1873 р. і «перша Велика депресія».....	321
<i>«Віденський крах»</i>	322
<i>«Грюндерський крах» у Німеччині</i>	326
<i>Вереснева криза в США</i>	328
<i>Перебіг кризи в Англії</i>	331
<i>Криза у Франції</i>	332
<i>Друга кризова хвиля</i>	333
<i>Особливості кризи 1873 року</i>	334
Російський ринок цінних паперів: час реформ	336
<i>Тривалий шлях до реформ</i>	336
<i>Засновництво середини 1850-х років</i>	340
<i>Реформування кредитно-фінансової системи</i>	343

<i>Головне товариство російських залізниць і залізничний бум 1860-х років.....</i>	<i>344</i>
<i>Біржовий ажіотаж 1868– 1869 рр.</i>	<i>347</i>
<i>Фінансова криза 1873 року.....</i>	<i>349</i>
Японія: «епоха Мейдзі»	
та виникнення ринкової економіки	353
<i>Японія в першій половині XIX століття</i>	<i>353</i>
<i>Традиційні японські цінні папери</i>	<i>354</i>
<i>Революція Мейдзі</i>	<i>356</i>
<i>Початок індустріалізації</i>	<i>358</i>
<i>Створення банківської системи</i>	<i>361</i>
<i>Перші облігаційні позики</i>	<i>365</i>
<i>Поява акціонерних компаній та бірж</i>	<i>369</i>
<i>Заощадження та інвестиції</i>	<i>370</i>
<i>Японська модель адміністративного капіталізму</i>	<i>371</i>

ЧАСТИНА ЧЕТВЕРТА.

BELLE ÉPOQUE:

ПРЕЛЮДІЯ ДО ГЛОБАЛІЗАЦІЇ КАПІТАЛУ373

Епоха експорту капіталу	375
<i>Перша глобалізація</i>	<i>375</i>
<i>Фінансовий капіталізм</i>	<i>389</i>
<i>Експорт капіталу</i>	<i>398</i>
Підйоми та кризи епохи експорту капіталу	408
<i>Початок нового підйому та проміжна криза 1882 р.</i>	<i>408</i>
<i>Бум другої половини 1880-х років</i>	<i>412</i>
<i>Криза 1890 р.</i>	<i>415</i>
<i>Активність наприкінці 1890-х років.....</i>	<i>417</i>
<i>Спад і криза 1900 р.</i>	<i>421</i>
<i>Період зростання 1905–1907 рр.</i>	<i>425</i>
<i>Паніка 1907 р.</i>	<i>427</i>
<i>Новий цикл підйому та криза 1913 р.</i>	<i>433</i>

Лондон: епіцентр глобалізації	438
Глобальна імперія	438
Лондон – фінансовий центр світу.....	440
Фінансові послуги та сервісна економіка.....	444
Експорт британського капіталу	447
Британський ринок цінних паперів в епоху експорту капіталу	450
Столиця рантьє.....	452
Небанківські фінансові посередники	454
Нерівномірність економічного зростання	456
Висхідна зірка Нью-Йорка	472
Нова фінансова столиця світу.....	472
Особливості економічного зростання США.....	474
Банки та небанківські учасники фінансового ринку	477
Проблема якості корпоративного управління та фінансової інформації	480
Нью-Йоркська біржа	480
Циклічність у розвитку американського ринку цінних паперів	482
Криза 1907 р. та її наслідки	494
Банкрутство трастової компанії Knickerbocker Trust Company і друга хвиля кризи.....	497
Біржові гравці епохи кризи	498
Порятунок від загального краху та роль Моргана.....	502
Париж: Belle Époque.....	507
Фінансовий Париж	507
Паризька біржа та кризи	508
Експорт французького капіталу	520
Берлін – нова столиця капіталу	522
Новий фінансовий центр	522
Застій кінця 1870-х років і початок нового залізничного буму	523

<i>Підйом кінця 1880-х років.....</i>	<i>525</i>
<i>Німецька модель фінансування економіки</i>	<i>527</i>
<i>Бурхливе зростання кінця 1890-х років</i>	<i>528</i>
<i>Криза 1900 р. у Німеччині.....</i>	<i>530</i>
<i>Новий підйом 1900-х років</i>	<i>531</i>
<i>Експорт германського капіталу.....</i>	<i>535</i>
Австро-Угорщина:	
<i>багатонаціональна імперія в центрі Європи.....</i>	<i>537</i>
<i>Держава Габсбургів.....</i>	<i>537</i>
<i>Економічне зростання та цінні папери</i>	<i>538</i>
<i>Банківська модель фінансування.....</i>	<i>543</i>
<i>Іноземні капітали в Австро-Угорщині</i>	<i>544</i>
<i>«Фінансовий ренесанс» у Російській імперії</i>	<i>548</i>
<i>Вплив епохи експорту капіталу.....</i>	<i>548</i>
<i>Економічне зростання</i>	<i>549</i>
<i>Розквіт ринку цінних паперів.....</i>	<i>551</i>
<i>Підйоми й спади кінця XIX – початку XX ст. на російському ринку цінних паперів</i>	<i>554</i>

ЧАСТИНА П'ЯТА.

ПРИСМЕРК ЄВРОПИ: ВІД ГЛОБАЛЬНИХ ДИСБАЛАНСІВ ДО ВЕЛИКОЇ ДЕПРЕСІЇ	565
<i>Між двома світовими війнами</i>	<i>567</i>
<i>Епоха розпаду.....</i>	<i>567</i>
<i>Початок війни та криза 1914 р.</i>	<i>569</i>
<i>Світовий ринок цінних паперів у роки війни</i>	<i>580</i>
<i>Взаємні борги учасників війни</i>	<i>581</i>
<i>Золотий стандарт.....</i>	<i>583</i>
<i>Виникнення глобального дисбалансу золота</i>	<i>586</i>
<i>«Великий крах» і Велика депресія.....</i>	<i>587</i>
США: нелегка роль світового кредитора	591
<i>Зростання значення Америки</i>	<i>591</i>
<i>«Позики Свободи» і поява масових індивідуальних інвесторів</i>	<i>594</i>

<i>Початок «епохи процвітання»</i>	596
<i>Ринок цінних паперів 1920-х років</i>	600
<i>Дисбаланс між швидким зростанням виробництва та повільним збільшенням споживання</i>	608
<i>Глобальний дефіцит золота та політика ФРС США</i>	609
<i>Зростання спекулятивного пузиря на ринку цінних паперів</i>	614
<i>Застережливі голоси</i>	618
<i>Індивідуальні інвестори під час буму</i>	620
<i>Фінансові пули</i>	622
<i>Інвестиційні трастові компанії під час буму 1920-х років</i>	625
<i>Напередодні краху</i>	629
<i>Біржовий крах 1929 р.</i>	633
<i>Велика депресія</i>	641
<i>Банківська криза 1930–1931 рр.</i>	643
<i>Обрання Франкліна Рузвельта та нова хвиля банківської кризи</i>	649
<i>Закінчення періоду економічного лібералізму і «новий курс»</i>	652
<i>Робота комісії з розслідування причин біржового краху і видання законів про цінні папери</i>	654
<i>Пожсавлення ринку 1935 р. і спад 1938 р.</i>	664
<i>Німеччина: від «плану Дауеса» до Третього рейха</i>	669
<i>Результати війни та суперечки про репарації</i>	669
<i>Гіперінфляція в Німеччині</i>	671
<i>Берлін 1920-х – «всесвітній Вавилон»</i>	674
<i>Ялмар Шахт</i>	675
<i>«План Дауеса»</i>	676
<i>Економічний підйом 1920-х років</i>	679
<i>«План Юнга» і спад у Німеччині</i>	681
<i>Крах віденського банку Creditanstalt</i>	684

<i>Німеччина на межі кризи: 1930–1933 рр.</i>	686
Велика Британія: від Pax Britannica до «стерлінгового блоку»	696
<i>Післявоєнний спад</i>	696
<i>Спроби повернення до золотого стандарту</i>	699
<i>Велика Британія під час загального підйому 1920-х років</i>	701
<i>Банкрутство Кларенса Хатрі</i>	702
<i>Вплив біржового краху 1929 р. на англійський фінансовий ринок</i>	703
<i>Скасування золотого стандарту</i>	704
<i>«Стерлінговий блок» і «Британська співдружність»</i>	708
Франція в роки підйому 1920-х і Великої депресії	710
<i>Загальні тенденції на ринку цінних паперів Франції на початку XX століття</i>	710
<i>Підсумки війни</i>	712
<i>Фінансова криза 1924 р. у Франції</i>	713
<i>Підйом середини 1920-х років у Франції</i>	714
ПРИЧИНИ ТА ПРИРОДА ВЕЛИКОЇ ДЕПРЕСІЇ	719
ЛІТЕРАТУРА	727

Передмова

Значна частина індустріальної епохи збігалася в часі з періодом «першої» (або британської, як її іноді називають) глобалізації, коли виник світовий ринок капіталів і цінних паперів. Ця епоха наочно показала відмінності між двома моделями фінансових ринків — децентралізованою англо-американською, пов'язаною з мережними структурами ринку й властивою таким структурам тенденцією до самоорганізації; та централізованою франко-німецькою, де основний акцент був зроблений на ієрархічні структури й директивну роль держави в керуванні економікою. Тому історію фінансових систем Англії та інших країн з децентралізованою моделлю можна назвати тріумфом громадянського суспільства, а країн із централізованою моделлю, таких як Франція й Німеччина, — тріумфом держави. Історія фінансових ринків індустріальної епохи демонструє не тільки відмінності цих моделей, але й дещо важливіше — цей ринок зміг найкраще проявити свій потенціал саме в децентралізованій англо-американській моделі. Цим і пояснюється назва книги — «Між Лондоном і Парижем», які стали основними полюсами у світовій фінансовій системі індустріальної епохи.

Частина перша.

РАННЯ
ІНДУСТРІАЛІЗАЦІЯ
ТА ПІДНЕСЕННЯ АНГЛІЇ

Занепад Амстердаму

Амстердам, столицю Нідерландів і світовий фінансовий центр XVII–XVIII століть, називали «Північною Венецією» не тільки за його канали, але й через значення в історії фінансів. «Унікальне явище — імперська система без імперської держави — Амстердам XVII століття посів серединне місце в історичній низці великих міст, які протягом півтори тисячі років диктували світобудову західної цивілізації: Венеція — Антверпен — Амстердам — Лондон — Нью-Йорк»¹.

Голландська республіка (Республіка Об'єднаних провінцій, що існувала з 1581 по 1795 рік) виникла внаслідок перемоги Нідерландської революції. Після захоплення колоніальної імперії португальців республіка задовго до Англії стала «володаркою морів». Кораблі під голландським прапором можна було зустріти всюди на берегах Індійського океану — в Індії, Малайзії, Індокитаї та інших віддалених частинах світу.

¹ «Вибух модної енергії й різноманітної ініціативи голландців, які вигнали Іспанію, — одне із чудес історії». Флот голландців дорівнював флотам усієї Європи, разом узятим, і незабаром мешканців цієї маленької країни можна було бачити в усіх ключових місцях. Так Амстердам став «першим, задовго до Інтернету, провісником доступності світу... От чому так часто зустрічалися і такими важливими стали географічні карти в голландських інтер'єрах». Третина населення Амстердаму була іноземного походження (зараз у Нью-Йорку — половина). В одній тільки Ост-Індській компанії було близько ста п'ятдесяти тисяч постійних працівників, а також екіпажі кораблів і пасажирів. «Яка велика кількість людей бачила світ!» Парадоксом тодішньої Голландії стала «комбінація всесвітньої відкритості й провінційної замкненості... зовнішній світ був частиною світу внутрішнього, а не навпаки. У цьому — кардинальна відмінність Амстердаму... від нинішнього Нью-Йорка» (Вайль П. Генний места / П. Вайль. — М.: АСТ, CORPUS, 2013. — С. 246–248).

Розбагатівши на колоніальній торгівлі, з кінця XVII століття Амстердам став не тільки «столицею капіталу» і фінансовим центром світового масштабу, але й основною столицею фінансових інновацій. Після заснування Амстердамського банку протягом двох століть, з 1600 по 1800 р., Амстердам був найбільшим ринком цінних паперів.

Витоки сучасного економічного зростання потрібно шукати в Амстердамі та в економіці Нідерландів, де зовнішня торгівля (що становила основу економіки) змогла вільно розвиватися після усунення обмежень і монопольних привілеїв. Для розуміння успіхів Нідерландів, а за ними й Великої Британії, потрібно пам'ятати, що вони дуже вміло переймали кращі досягнення своїх конкурентів і попередників. Методи банківського бізнесу були запозичені в італійських містах-державах, а нові прийоми океанської навігації — у португальців.

Ідеї вільної торгівлі пройшли тривалий історичний шлях від італійських міст-держав епохи Ренесансу до Амстердаму, щоб потім повною мірою реалізуватися в Британській імперії. У Нідерландах XVII століття принцип вільної торгівлі перебував на рівні верховного закону, і не дивно, що голландців можна було бачити в різних країнах на берегах усіх морів і океанів. «Кожний має право бути повністю вільним у тому, які товари йому виробляти і якими торгувати... це та природна свобода, яку жоден правитель не повинен забирати у своїх громадян», — стверджував Пітер де ла Корт (Pieter de la Court) в опублікованому в 1662 р. політичному трактаті *Interest van Holland*, який мав великий вплив на сучасників. Ця свобода підприємництва й торгівлі була частиною загальних громадянських свобод: «свободи у виборі релігії, освіти, торгівлі, виробництва, мистецтв і громадянства», — продовжував він. Саме завдяки цим свободам «у всій Європі немає країни більш пристосованої для торгівлі, ніж Голландія»². Для голландської економіки, повністю орієнтованої на міжнародну торгівлю, гарантія прав власності та достатньо м'яка система оподаткування були життєвою необхідністю. Так, подібно до Венеції та іншим італійським містам

² Hartman J. An Empire of Trade: Commercial Reason of State in Seventeenth-Century Holland / J. Hartman, A. Weststein // *The Political Economy of Empire in the Early Modern World* / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. — L.: Palgrave Macmillan, 2013. — P. 18–19.

епохи Ренесансу, в Амстердамі виникло космополітичне³ інноваційне середовище, яке сприяло розвитку нових методів фінансових операцій

На нідерландському ринку цінних паперів в обігу перебували переважно облігації державних позик, які випускали для поповнення бюджету (насамперед на військові витрати), а також акції Ост-Індської та Вест-Індської колоніальних компаній.

Знав цей ринок і спекулятивні пузири — типовим став бум «тюльпаноманії». У 1634–1636 рр. в голландському суспільстві поширилося масове захоплення тюльпанами⁴. «Тюльпаноманія» у Голландії породила спекуляцію цибулинами тюльпанів, і деякі їхні сорти коштували величезних на той час грошей. Історія про спекулятивне захоплення тюльпанами покладена в основу відомого роману О. Дюма «Чорний тюльпан». Головний герой, Корнеліус ван Берле, «не знаючи, куди витратити свій час, а головне — гроші, кількість яких стрімко збільшувалася», вибрав серед захоплень «своєї країни й епохи найвишуканіше та найдорожче. Він полюбив тюльпани»⁵. Пік спекулятивного ажіотажу настав у грудні 1636 — січні 1637 року, коли ціни деяких особливо популярних сортів зросли вдсятеро. Найдорожчі з них коштували 500–900 гульденів (за 300 гульденів можна було купити невеликий будинок, а за 1000 — особняк із маленьким садом у центрі Амстердаму на березі каналу). Поштовхом до краху цього спекулятивного буму стала, мабуть, угода квіткаря Генрікуса з міста Гронінгену. Він продав тюльпани на декілька тисяч гульденів, але з умовою, що якщо до літа 1637 року ціни на них упадуть, то покупець зможе відмовитися від угоди, заплативши неустойку розміром 10 %. Мабуть, саме це застереження про мож-

³ Поняття «космополітизм» (від грецького *kosmopolites* — громадянин світу), популярне у XIX — на початку XX століття, наповнювалося приблизно таким самим змістом, як наприкінці XX століття поняття «глобалізація». Одним із перших ужив це поняття Іммануїл Кант, який вважав, що завдяки прогресу людство поступове прийде до «космополітичної конституції» (Kant I. *Toward Perpetual Peace in Practical Philosophy* / I. Kant // Cambridge Edition of the Works of Immanuel Kant. — Cambridge: Cambridge University Press, 1999. — Р. 329). Однак «космополітизм» епохи Британської імперії та «глобалізація» кінця XX століття не є синонімами, як не схожі й дві зовсім різні епохи.

⁴ Тюльпани завезли в Європу з Туреччини у 1560 р., і близько семи десятиліть про них знали тільки фахівці-садівники.

⁵ Дюма А. Чёрный тюльпан / А. Дюма. — <http://www.royallib.ru>

ливисть падіння ціни стало приводом до сумнівів, які швидко набули форму паніки. З 3 лютого 1637 р. почалося обвальне падіння цін, які скоро становили лише 5% від максимальних.

Після того як під час війн кінця XVIII — початку XIX століття (четвертої війни Англії з Нідерландами 1780–1784 рр. і війн Наполеона) більша частина фінансової інфраструктури в Нідерландах була зруйнована, значна частина державних цінних паперів знецінилася, внаслідок чого довіра інвесторів до них дуже знизилася.

Коли наполеонівські війни нарешті закінчилися, «улітку 1815 року після двох десятиліть війни в Європу прийшов мир. Йому судилося стати тривалим, і він порушувався лише громадянськими заворушеннями та локальними військовими кампаніями, з іскор яких не займалося полум'я великих конфліктів доти, поки епоха французької гегемонії не змінилася ерою германської експансії»⁶. Однак війни Наполеона (імператора Франції з 1804 по 1815 р.), особливо окупація Амстердаму французькими військами, а також загальна політична нестабільність у Європі негативно вплинули не тільки на всю нідерландську економіку, а й на роботу Амстердамської біржі. І навіть після того як французькі війська пішли з Амстердаму, він уже не зміг відновити своє колишнє значення й швидко перестав бути загальносвітовим фінансовим центром. А інфраструктура ринку товарів і цінних паперів, що почав формуватися навколо Амстердаму з кінця XVII ст., була порушена. Першою, очевидно для сучасників, ознакою втрати Амстердамом колишнього значення стало звернення французького уряду (який хотів організувати після закінчення війни облігаційну позику для покриття військових збитків) не до фінансистів Амстердаму, а до британського банкірського дому братів Берингів — Baring Brothers.

І хоча після поразки Наполеона у 1815 р. і початку мирного періоду Амстердам продовжував залишатися важливим фінансовим центром, він уже перестав бути основною сполучною ланкою загальносвітового ринку цінних паперів. На початку XIX століття ще існувала ймовірність того, що Амстердам відновить своє колишнє значення. Адже у цьому місті все ще була зосереджена велика кількість капіталів, а також досвідчених банкірів і брокерів. Кількість цінних па-

⁶ Черчилль У. История англоязычных народов. В 4 т. Т. 4. / У. Черчилль. — Екатеринбург: Гонзо, 2012. — С. 13.

перів, що перебували в обігу на біржі, зросла з 96 у 1772 р. (з них 57 голландських та 39 іноземних) до 98 у 1815 р. і 108 у 1820 році⁷. На нідерландський ринок почали повертатися деякі важливі для нього великі учасники, зокрема Російська імперія⁸. Однак зірка Амстердаму як світового фінансового центру неминуче схилялася до обрію, і цей процес уже не можна було зупинити.

У цей час на фінансовому ринку Амстердаму виникли серйозні політичні та економічні проблеми, пов'язані насамперед із тим, що Нідерланди порівняно з Англією та Францією були досить невеликою державою з так само невеликою економічною системою. Фінансовий ринок Амстердаму не мав у своїй основі значних ресурсів, що спираються на внутрішнє виробництво, він існував переважно завдяки фінансовим операціям, що обслуговували міжнародну торгівлю (у якій Голландія була одним із лідерів). Така система ефективно працювала до початку французької революції. А нідерландські інвестори мали великі вільні капітали, отримані від зовнішньої торгівлі, які вони могли вкладати в іноземні державні облігації.

Зростання значення Англії в міжнародній торгівлі протягом усього XVIII ст. стало об'єктивною передумовою, яка зробила занепад Амстердаму прогнозованим. Голландська економіка (зокрема фермерські господарства) була прибутковою, поки міське населення й еліти, що одержували доходи від міжнародної торгівлі, створювали попит на місцеву продукцію. Однак після 1815 р., коли політичні та економічні умови змінилися не на користь Нідерландів, власники великих капіталів уже не вважали за можливе ризикувати, вкладаючи їх у розвиток переважно аграрної внутрішньої економіки. Почався відтік голландських капіталів в Англію — там було набагато вигідніше їх інвестувати. А заощадження дрібніших

⁷ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 46, 61.

⁸ З 1761 р. уряд Російської імперії через «придворних банкірів» почав брати в амстердамського банкірського дому Генріха Гоппе зовнішні позики переважно з метою покриття військових витрат. На початку XIX ст. розмір «голландського боргу» досяг 84,4 млн гульденів, і роль царської імперії як учасника амстердамського фінансового ринку стала дуже помітною (Кредит и банки в России до начала XX века: Санкт-Петербург и Москва / Б. В. Ананьич, М. И. Арефьев, С. Г. Беляев и др. — СПб.: Изд-во С.-Петербург. ун-та, 2005. — С. 128–129, 134–135, 151).

голландських інвесторів значно зменшилися, і вони вже не могли (на відміну від британських і французьких) активно вкладати гроші в іноземні облігації. Саме ці обставини значно більше, ніж частково зруйнована під час війн фінансова інфраструктура Нідерландів, сприяли тому, що Амстердам перестав бути загальносвітовим фінансовим центром. Голландські фінансові й політичні еліти на початку XIX ст. виявилися надто консервативними, щоб мати готовність реформувати вже звичну і ще недавно ефективну інституційну структуру.

Амстердамський фінансовий ринок, який був у XVII–XVIII ст. символом інноваційних методів фінансових операцій, на початку XIX ст. не зміг відновити свій довоєнний потенціал. Лондон поступово захопив контроль не тільки над торговельними маршрутами голландської колоніальної імперії, а й над міжнародними фінансовими операціями. А всі основні фінансові інновації Амстердаму запозичили та розвинули на британському ринку цінних паперів. Перемога Англії у битві під Ватерлоо й ослаблення основного політичного і економічного конкурента — Франції — також сприяли початку епохи британського лідерства. Таким чином після закінчення наполеонівських війн «Британія раніше, ніж її сусіди, почала пожинати плоди — як солодкі, так і гіркі, — промислової революції»⁹.

Події 1815 р. мали важливе значення не тільки для політиків, але й для фінансових ринків. За однією з легенд Натан Ротшильд, один із найвідоміших фінансистів того часу, особисто спостерігав за битвою під Ватерлоо, розуміючи, що її результат вплине на подальшу долю Європи. Втім, мабуть, поштових голубів із повідомленнями відправляли найняті Ротшильдом люди, оскільки сам він у цей час керував своїми агентами на біржі, де вони купали акції. Про поразку Наполеона у цей день в Англії ще не знав ніхто, крім Ротшильда. Він

⁹ «Вона одержала нову сферу застосування сил і нове джерело процвітання. Однак зростаюче населення в містах з їхніми вбогими житловими умовами часто перебувало в бідності, що давало привід до численних заворушень». Своїм технічним лідерством Англія була зобов'язана «таланту та успіхам британських винахідників і підприємців у XVIII столітті, а також близькому розташуванню її вугільних і залізрудних родовищ одне до одного та до узбережжя. Переваги на морі, ресурси колоній і використання капіталу, накопиченого завдяки торгівлі, забезпечували промислове зростання (Черчилль У. История англоязычных народов. В 4 т. Т. 4. / У. Черчилль. — Екатеринбург: Гонзо, 2012. — С. 19).

навмисно створив у брокерів біржі неправильне враження, що Наполеон переміг. Після цього на біржі почалася паніка, курси цінних паперів упали, і агенти Ротшильда скуповували їх за найнижчими цінами. Наступного дня, коли офіційно оголосили про поразку Наполеона, курси цінних паперів швидко зросли. А Натан Ротшильд, блефуючи, одержав чималий дохід.

Поразка Наполеона остаточно визначила політичне й фінансове піднесення Англії та перетворення Лондону на світовий фінансовий центр, з якого планувалися фінансові операції у всьому світі, а Британська імперія — «володарка морів», як її називали у Вікторіанську епоху¹⁰, поширила свій вплив до таких віддалених у той час країн, як Австралія та Нова Зеландія.

Індустріальна епоха та Британська імперія

Індустріальна епоха почалася з першої промислової революції в Англії в середині XVIII століття, коли відбувся перехід від аграрної економіки й менталітету аграрного суспільства до нової економіки — промислової. За словами Фернана Броделя, «Європа зуміла виконати одне з основних завдань, поставлених перед нею історичним розвитком: вона здійснила індустріальну революцію, яка поширилася... на весь інший світ»¹¹. А залізо й вугілля стали основними символами першої промислової революції.

Після винаходу парової машини на Британських островах виникло сприятливе поєднання технологічних інновацій та можливостей для фінансування цих інновацій — можливостей, у яких не останнє значення мав англійський ринок цінних паперів, який особливо активно розвивався після

¹⁰ Названа іменем королеви Вікторії, Вікторіанська епоха (1837–1901 рр.) разом із наступною Едвардіанською епохою (1901–1910 рр.) вважається часом найбільшого політичного впливу і розквіту Британської імперії.

¹¹ Бродель Ф. Грамматика цивілізацій / Ф. Бродель. — М.: Весь мир, 2008. — С. 362.

Славної революції 1688 року і перемоги в Англії протестантизму.

Внаслідок Славної революції було зроблено декілька вирішальних інституційних трансформацій. Насамперед революція усунула архаїчну систему оподатковування, що створювала постійну загрозу фінансової кризи. А після того як законодавча влада короля була в принципі обмежена, він уже не міг змінювати будь-які правила без згоди парламенту. Це стосувалося також права короля змінювати податки. Таким чином парламент затвердив свою владу в усіх питаннях оподаткування. Щодо розподілу коштів, королівська влада тепер також змушена була зважати на парламент — вони мали рівні права. Славна революція створила баланс між парламентом і монархією, обмеживши можливість і для парламенту ухвалювати якісь довільні рішення. Англія цим показала приклад поєднання економічної свободи з політичними й громадянськими правами¹².

Чому промислова революція відбулася у XVIII столітті саме у Великій Британії? Витоки промислової революції потрібно шукати у 1688 році, коли Славна революція розширила повноваження парламенту, обмежила владу короля і встановила недоторканість приватної власності. Ці правові зміни створили сприятливий клімат для інвестицій, що уможливило промислову революцію.

Безпосереднім джерелом економічного зростання безперечно був технологічний прогрес, і це ще раз підтвердила історія британської індустріалізації. Винахід парового двигуна, бавовнопрядильного верстата, нових методів виплавки сталі були основою для подальших інновацій, що змінили весь світ. Наслідками цих інновацій стали швидка урбанізація, зростання доходів і нагромадження капіталу.

Завдяки чому стали можливі такі технологічні прориви? У Великій Британії XVIII століття виникло сприятливе співвідношення доходів і цін на енергоносії: оплата праці була

¹² Для ефективного економічного зростання у Великій Британії потрібно було не просто створити набір певних правил (зокрема щодо захисту власності), а й забезпечити механізм виконання цих правил. Успіх англійських інституційних трансформацій не був гарантований. Під час революцій і війн XVII ст. королівська армія часом була близька до перемоги. У такому разі історія Англії стала іншою, а державний устрій більше нагадував б Францію.

високою, а ціна енергії (вугілля) дуже низькою. Саме тому нові винаходи змогли прижитися у Британії, але не були впроваджені в інших країнах, де ціна вугілля була значно вищою, а оплата праці — низькою. Дійсно, навіщо витратити гроші, час і сили на розробку нового верстата, якщо праця не буде гідно оплачена, а верстатом однаково ніхто не буде користуватися через дороге паливо. А в Англії винахідники були зацікавлені у створенні нових технологій, які швидко окупалися завдяки дешевому паливу.

Отже, головною основою успішної промислової революції стала економіка дешевої енергії — саме недороге вугілля стимулювало винахід парового двигуна й технологій виплавки сталі. Така економіка дешевої енергії підтримувала економіку високих зарплат¹³. Чимале значення мала можливість продавати продукцію британської промисловості в колонії, і в цьому сенсі промислову революцію можна розглядати як частину британської колоніальної експансії.

В індустріальну епоху основне значення мав промисловий сектор економіки, а значення вирішального в доіндустріальну епоху аграрного сектору зменшилося. У найбільш розвинених країнах формувався сервісний сектор економіки, який почав переважати над промисловим із другої половини ХХ століття — у постіндустріальну епоху. Час розквіту індустріальної епохи надає можливість співвідносити її з одним із циклів глобалізації¹⁴, пов'язаним з економічним домінуванням Британської імперії. Таким чином період бри-

¹³ У цьому сенсі дослідницька програма Аркрайта була спрямована не на чисту науку як таку, а на те, що заробити гроші завдяки патенту на винахід, а потім за допомогою цих грошей продовжити дослідження. Хоча Аркрайт одержував не всі виплати за своїми патентами, він накопичив чималий капітал за рахунок власних фабрик. Наприкінці життя Аркрайт мав пів мільйона фунтів. У пошуках зовнішнього венчурного фінансування Аркрайт звернувся до «прожекторів». Почав він з того, що у 1768 р. одержав фінансову підтримку від двох родичів, дрібних підприємців Джона Смолі й Девіда Торнлі. Незабаром з'явилися заможніші підприємці, Семюел Нід і Джеймс Стратт, які вважали вигідним вкласти гроші в дослідження Аркрайта. У 1774 р. Стратт інвестував у створення ткацького верстата й будівництво двох фабрик 13 тис. фунтів.

¹⁴ Попередні цикли глобалізації були пов'язані зі світовими імперіями античних часів, потім з китайською, арабською та монгольською імперіями, а також європейськими колоніальними імперіями — іспансько-португальською та голландською.

танського лідерства став прелюдією до сучасної глобалізації¹⁵.

Економічні системи, фінансові ринки й ринки цінних паперів розвиваються циклічно, по спіралі. Епоха так званого «Британського світу»¹⁶ — *Pax Britannica* — являє собою повністю завершений, цілісний цикл такого розвитку¹⁷ — від появи технологічних інновацій наприкінці XVIII століття й зростання численних спекулятивних пузирів на ринках цінних паперів у період будівництва каналів і залізниць до часу найбільшого економічного підйому наприкінці XIX — початку XX ст., коли відбувалися процеси глобалізації, чимось схожі на сучасні. «До 1914 року земля належала всім. Кожний вирушав, куди хотів, і залишався там, скільки хотів... не було ніяких дозволів, ніяких віз, ніяких довідок; кордони... були символічними лініями, через які людина переступала так само просто, як через меридіан у Гринвічі»¹⁸.

Можливість на прикладі індустриальної епохи проаналізувати закономірності виникнення й розвитку окремого економічного циклу призводить до кращого розуміння процесів, що відбуваються сьогодні на світових фінансових рин-

¹⁵ Хоча процеси фінансової глобалізації, які означають виникнення міжнародних мереж фінансових зв'язків (сучасне поняття «глобалізація» вживається тут для простоти розуміння), почалися ще в Стародавньому світі, інтегрованість фінансового ринку зростала поступово. Тому є істотною відмінність понять «фінансова глобалізація» (як тривалий процес) і «глобальний фінансовий ринок» (як певний рівень інтеграції). Міжнародний фінансовий ринок виник ще у венеційську епоху, існував в іспано-португальський період і був досить розвинений у той час, коли світовим фінансовим центром став Амстердам. Цей ринок підтримували зв'язки між фінансовими системами різних країн. Однак єдина мережа таких зв'язків виникла тільки у XIX столітті, у британську епоху, під час формування загальносвітового фінансового ринку. Щодо глобального фінансового ринку, то про нього коректно говорити починаючи з кінця XX ст., коли розвиток інформаційних технологій забезпечив можливість функціонування цього ринку в режимі реального часу. Це значно прискорило рух фінансових потоків і призвело до зростання значення віртуального фінансового капіталу. У цьому сенсі поняття «глобальний фінансовий ринок» відображає принципово нову якість зв'язків між учасниками ринку, досягнуту тільки в останні десятиліття.

¹⁶ За аналогією з давньоримським *Pax Romana* — «Римський світ», — єдиний політичний і економічний простір Римської імперії.

¹⁷ У більш давні епохи початок і кінець таких циклів простежити важче, головним чином через відсутність достатньої кількості порівнянних статистичних даних, що з'являються тільки із другої половини XIX ст.

¹⁸ Цвейг С. Вчерашній мир / С. Цвейг. — М.: Радуга, 1991. — С. 358.

ках, і майбутніх тенденцій цих ринків. Коли йдеться про індустріальну епоху та період британського лідерства, мається на увазі не тільки історія британської фінансової системи й ринку цінних паперів, а й цілий цикл економічного розвитку зі складними взаємозв'язками фінансових ринків різних країн (Англії, Франції, США, Німеччини, Бельгії, Австро-Угорщини, Японії тощо).

На ринку цінних паперів епоха домінування Британської імперії тривала з 1815 по 1944 р. (від занепаду Амстердаму як загальносвітового фінансового центру, поразки Наполеона й закінчення тривалих війн до Бреттон-Вудської конференції, коли виникла сучасна світова фінансова система). Особливістю епохи британського лідерства було проголошення курсу на свободу торгівлі, активізація глобалізаційних процесів і створення загальносвітової економіки, у якій виник принципово новий рівень вільного підприємництва.

Однак для сучасників образ *Rex Britannica* сприймався не тільки як символ «світу без кордонів», у якому подорожували в пошуках екзотичних вражень і легкого багатства шукачі пригод і авантюристи (які у пошуках золота справді обійшли весь світ), хоча саме такий романтичний образ колоніальної імперії, володіння якої були на всіх континентах, оспівували у своїх творах Р. Кіплінг, Дж. Конрад і Р. Стівенсон. У цьому почасті вигаданому світі, де тріумфували «британський ідеал свободи» і принципи глобальної вільної торгівлі, змішалися британські солдати (ці «будівельники імперії»), «дівчата з Бірми», слони, шелест пальм і «пряний дух квітів»¹⁹.

Водночас слова *Rex Britannica* (як і кулемет *Maxim*) для багатьох сучасників стали символом британського імперіалізму, нещадного й відверто цинічного у своєму прагненні до глобальної експансії, яка надавала можливість англійцям з гордістю говорити, що над Британською імперією ніколи не заходить сонце²⁰. «*Rex Britannica* — термін, що завжди звучав нахабною неправдою, перетворився за останні роки в якесь потворне лицемірство», — відзначав Дж. Гобсон у 1902 році,

¹⁹ Кіплінг Р. Мандалай / Р. Кіплінг. — <https://www.95bbw.net>

²⁰ У 1792 р. до неї входило 23 колонії, а загальне населення імперії становило 12,5 млн, а в 1816 р. — вже 43 колонії, а загальне населення досягло 200 млн. Історію британської колоніальної експансії докладно та яскраво описує П. Брендон (Брендон П. Упадок и разрушение Британской империи / П. Брендон. — М.: АСТ, 2010).

оскільки «десятиліття імперіалізму багаті на війни; а більша частина цих війн спричинена прямим зазіханням білих на «нижчі раси»»²¹.

Втім, імперії часто негативно оцінюються істориками через територіальну експансію та придушення розвитку поглинених ними народів. Із цим важко сперечатися, однак імперіям властиво не тільки це. Вони поєднують розрізнені території (часто дуже великі) у єдиний економічний простір, де створюється мережа комунікації та обміну інформацією. Крім того, імперії зазвичай багатокультурні за своєю природою, і там виникає синтез різних традицій, який часто буває більш цікавішим за окремі традиції. Це було добре видно на прикладі Британської імперії.

Інновації та цикли економічного розвитку

Піднесення Англії було пов'язане не тільки з політичними перемогами. Усякий економічний підйом (а точніше — цикл економічного розвитку) починається з радикальних інновацій — не обов'язково саме технологічних. Інновації можуть бути інституційними або політичними, але ці зміни зазвичай призводять до надмірно оптимістичних очікувань інвесторів, які сподіваються на появу нових можливостей збагачення під час періоду підвищення економічної активності.

Саме поняття «інновації» виникло в Англії ще на початку XVII століття, коли Френсіс Бекон опублікував есе «Про інновації»²². Епоха промислової революції в Англії стала одним із найяскравіших прикладів зародження та успішного застосування технологічних інновацій. Такі великі «інноваційні хвилі» виникають у суспільстві нечасто, створюючи не тільки технологічний прорив, але й зміну всієї техніко-економічної парадигми. Спершу інновації сприймаються як чужорідні еле-

²¹ Гобсон Д. Империализм / Д. Гобсон. — М.: Либроком, 2010. — С. 111.

²² Bacon F. Of Innovations / F. Bacon. — <http://www.authorama.com>

менти в старій економічній і соціальній системах. Адже старі інститути й потреби суспільства не відповідають новим можливостям, а трансформація інститутів потребує часу й зазвичай відстає від зміни парадигми.

Виникнення інновацій в Англії стимулювала сама структура британського суспільства, яке передбачало значно більший рівень свободи, ніж регламентоване суспільство у Франції. Рання промисловий капіталізм з'явився й розквітнув у специфічній британській структурі інститутів, що була одночасно аристократичною й парламентською.

Поява технологічних і фінансових інновацій в Англії була б неможливою без формування інноваційного середовища. А воно, у свою чергу, не змогло б виникнути без інституційних змін. У цьому сенсі в Англії вдалося відтворити в нових умовах інституційну модель Нідерландів, а в Нідерландах — модель Венеції. Усвідомленим (або, ймовірно, неусвідомленим) джерелом такої моделі для Венеції був образ античного міста-держави — поліса.

Тому виникнення радикальних технологічних і фінансових інновацій, що стали основою індустріальної революції (як і формування в Англії інноваційного середовища) невіддільне від усієї історії становлення британських суспільних, правових і економічних інститутів. Щось подібне можна було бачити в другій половині XX століття. Важко зрозуміти комп'ютерну революцію (яка розпочалася в США) і формування інформаційного суспільства (а ці зміни за своєю радикальністю порівнянні з індустріальною революцією), не враховуючи загальної інтелектуальної атмосфери того часу, а також особливостей американського суспільства та його інститутів.

Технологічні й фінансові перетворення також відбувалися у країнах з іншою інституційною структурою, мало схожою на британську, — у Німеччині, Росії та, особливо, у Японії, — але відбувалися вже після того, як був зроблений перший прорив. У таких країнах, як Росія або Японія, промислові революції стали повторенням британського досвіду, і якихось радикальних власних технологічних інновацій там не було. Так вони навряд були можливі, оскільки їм не сприяло централізоване, з низьким рівнем особистої свободи і орієнтоване на державу інституційне середовище цих країн.

Адже для виникнення інновацій (технологічних, наукових, фінансових) потрібен не тільки певний інтелектуальний

потенціал, але й відповідні економічні умови, за яких можна отримати реальний прибуток від цих інновацій. Це стосується також наявності споживачів нових технологій, товарів і послуг, що дає можливість проникнення інновацій на ринок. Важливою умовою є й існування особливого інноваційного середовища. Воно періодично виникало у великих містах на перехресті торговельних шляхів, де не тільки концентрувалося багатство, але й змішувалися різні культури і традиції. У такому середовищі творці інновацій можуть обмінюватися ідеями та інформацією, і це середовище має здатність до самоорганізації й породження принципово нового знання²³.

Однак інноваційне середовище має власну циклічність розвитку — від виникнення до зрілого стану, коли на основі самоорганізації учасників це середовище породжує нові ідеї й технології. А потім — і до неминучого занепаду. Це пов'язане з тим, що зріле інноваційне середовище досить гнучке й пластичне, але воно має природну тенденцію створювати нові інституційні структури. Такі структури менш динамічні, вони поступово зменшують гнучкість інноваційного середовища, наближаючи його занепад. Коли він починається, основні учасники цього середовища — носії нових ідей і технологій — поступово залишають це середовище (як пташенята підрастають і неминуче залишають гніздо). Вони вирушають в інші частини світу для пошуку сприятливих умов, де буде створено нове інноваційне середовище. Так було з Амстердамом, який передав свою естафету Лондону.

Кожна економічна епоха визначається, за словами Саймона Кузнеця²⁴, своїми «епохальними технологічними інно-

²³ Тут ми не розглядаємо питання про природу й закономірності виникнення інноваційного середовища. Докладніше див.: Aydalot P. High Technology Industry and Innovative Environments: The European Experience / P. Aydalot. — London: Routledge, 1988. Ідеї Айдало розвинув Мануель Кастельс, який досліджував особливості інноваційного середовища (Кастельс М. Информационная эпоха / М. Кастельс. — М.: Гос. ун-т «Высшая школа экономики», 2001. — С. 56).

²⁴ Семен Абрамович Кузнець (1901–1985) — відомий американський економіст, лауреат Нобелівської премії з економіки 1971 р. Народився у м. Пінську, вчився в Харкові, у США емігрував у 1922 р., відомий своїми статистичними дослідженнями циклічності динаміки економічного розвитку, що охоплювали тривалий історичний період. Поняття «цикл Кузнеця» — двадцятирічний період чергування прискореного й уповільненого економічного розвитку — стало загальновизнаним у сучасній економіці.

ваціями»²⁵. Надалі цю ідею розвивали різні автори, зокрема Джоель Мокір²⁶ і Чарльз Кіндлбергер, який підкреслював значення технологічних інновацій серед чинників, що підштовхують сплески економічної активності²⁷.

На початку епохи Pax Britannica політичні інновації були пов'язані з поразкою Наполеона й перемогою Англії, економічні — із занепадом Амстердаму, зі Славною революцією і з фінансовою революцією 1688 р., яка створила нові можливості для нагромадження капіталу та його інвестування. Технологічні інновації стали основою першої індустріальної революції (яку також називають промисловою революцією чи промисловим переворотом): винахід парового двигуна і заміна ручної праці машинами призвело до важливих трансформацій у сфері виробництва.

В Англії основні інновації з'явилися ще в другій половині XVIII ст. Але найбільший вплив на економічний розвиток (зокрема на активізацію фінансових ринків) ці інновації мали пізніше, коли в 1840-ті роки почалося активне будівництво залізниць, що супроводжувалося бумом на ринку акцій. Це пояснюється закономірним відставанням росту реальної продуктивності праці від часу появи інновацій — таке відставання дістало назву «часовий лаг».

Його сутність полягає у тому, що ефекти інновацій виявляються не одразу. Існують певні проміжки часу — так звані часові лаги — між появою інновацій та їхнім впровадженням у промисловості, підвищенням продуктивності праці, а внаслідок цього — рівня життя й споживання. Наприклад, після появи наприкінці XVIII ст. парового двигуна та інших механізмів на початку XIX ст., ці інновації ще не встигли помітно вплинути на підвищення рівня життя й споживання. Однак вони підготували умови для почат-

²⁵ Kuznets S. *Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread* / S. Kuznets. — Yale: Yale Univ. Press, 1966. — Ch. 1. Докладніше про ідеї С. Кузнеця: Диденко Д. В. «Кривая Кузнеця» как проявление системных трансформаций: дифференциация доходов в индустриальной и постиндустриальной экономике / Д. В. Диденко // *Экономическая история: Ежегодник. 2009.* — М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2009. — С. 300–344.

²⁶ Мокір Дж. Рычаг богатства. Технологическая креативность и экономический прогресс / Дж. Мокір. — М.: Издательство Института Гайдара, 2014.

²⁷ Кіндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Кіндлбергер, Р. Алибер. — СПб.: Питер, 2010. — С. 51, 54–55, 71, 98–105.

ку періоду активного економічного зростання з середини XIX століття²⁸.

«Часовий лаг» можна пояснити інерцією традицій, що існують в організації виробництва, а також необхідністю значних витрат на впровадження інновацій. Тому має пройти певний час, поки нові технології вплинуть на економічне зростання й активізацію фінансових ринків²⁹. Якщо вважати, що кожна епоха й кожний цикл економічного розвитку починаються з певних інновацій, зокрема технологічних, то британська епоха почалася з винаходу парового двигуна й першої індустриальної революції. Пізніше, у період максимального економічного підйому, виникають наступні інновації, хоча вони через вплив «часового лага» починають реально застосовуватися вже в наступному циклі економічного зростання³⁰.

Однак історичний парадокс полягає в тому, що навіть коли нові технології починають активно впливати на економіку й суспільство загалом (як це було в середині XIX століття, коли почалося масове застосування парових двигунів, пов'язане зі створенням залізничної транспортної мережі й розвитком пароплавства), сучасники цих подій, і насамперед економісти, часто не розпізнавали основну причину при-

²⁸ Проблему відставання зростання продуктивності праці від технологічних інновацій докладно розглядав Роберт Солоу в 1956–1957 рр. (Solow R. A contribution to the theory of economic growth / R. Solow // *Quarterly Journal of Economics*. — 1956. — № 70. — P. 65–94; Solow R. Technical change and the aggregate production function / R. Solow // *Revue of Economics and Statistics*. — 1957. — № 39. — P. 214–231; Nelson R. Institution supporting technical change in the United States / R. Nelson // *Technical change and economic theory* / Ed. G. Dosi. — London: Pinter, 1988. — P. 319–329). Так званий парадокс Солоу полягає в тому, що періоди зростання продуктивності праці (у другій половині XIX ст. і у 1950–1973 рр.) не збігаються з часом появи технологічних інновацій. Наприклад, електричний двигун з'явився у 1880 р., але реально ця інновація почала впливати на продуктивність праці тільки у 1920-ті роки.

²⁹ Хоча поява парового двигуна почала реально впливати на темпи економічного зростання тільки в другій половині XIX ст. з «часовим лагом» майже в сторіччя, важливий засіб зв'язку — телеграф, запатентований у США С. Морзе у 1837 р. і вдосконалений у Франції Ж. Бодо у 1872 р., почав впроваджуватися досить швидко й практично застосовувався на фінансових ринках (помітно активізувавши їх розвиток) із середини XIX ст. Наприкінці XIX ст. вже існувала велика телеграфна мережа, розгалужена у всьому світі.

³⁰ Відомо, що перші прототипи обчислювальної техніки (щоправда, дуже далекі від сучасних комп'ютерів) були створені ще під час Другої світової війни, але вдосконалені вони були значно пізніше. А істотний вплив на продуктивність праці та на економічний розвиток інновації в комп'ютерних технологіях мали тільки наприкінці XX століття.

скорення прогресу — технологічні інновації. Тому вони починали шукати пояснення в розвитку торгівлі, хоча сама по собі торгівля була лише «носієм прогресу», а не його причиною.

Рання індустріалізація та її загальні закономірності

Ранньою індустріалізацією (першою індустріальною революцією)³¹ зазвичай називають перехід у другій половині XVIII ст. від аграрної економіки й ремісничої, мануфактурної праці до економіки індустріальної. Це стало можливим після винаходу парового двигуна й заміни ручної праці механізмами. Такий перехід загалом завершився до середини XIX ст. і призвів до швидкого розвитку промисловості в Англії (спершу текстильної, а потім вугільної та металургійної), внаслідок чого ця країна стала технологічним та економічним лідером.

Сутністю індустріальної революції було створення сучасної промисловості на відміну від кустарної, яка існувала до того. Під час промислової революції «набір елементів основного капіталу, призначеного для виробництва, а не для торгівлі, почав помітно розширюватися», а таке розширення елементів основного капіталу можна вважати основною економічною відмінністю між сучасною промисловістю й кустарною. Індустріалізація стала продовженням процесу розвитку торговельної економіки, а Північна Європа, де почалася індустріальна революція, «перебувала на піку торговельної експансії». Лідерами цієї експансії були «спершу Нідерланди, а потім Англія — нації-держави, що мали чимало спільних рис із містами-державами» — Афінами, Венецією та іншими. Голландія, а потім Англія «зміцнювали себе такими самими методами, як Венеція та Афіни», засновуючи «торговельні колонії в різних кінцях світу»³².

³¹ Друга індустріальна революція, пов'язана з розвитком електротехніки, відбувалася наприкінці XIX століття.

³² Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. — М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. — С. 181–182.

Звернення до ідеї античного поліса, міста-держави, було не випадковим, оскільки подібна модель устрою суспільства дозволяла досягти підвищеного рівня інтеграції народу та уряду, який не вдалося реалізувати в більшості країн Європи XVIII–XIX століть. Така інтеграція (яка була в основі ідеї громадянського суспільства) забезпечувала базовий рівень ентузіазму «низів» та їхню підтримку інновацій. Із цим пов'язана популярність наприкінці XVIII — початку XIX століття образу найвідомішого стародавнього міста-держави — Риму.

Англії було потрібно копіювати економічний лад Голландії (а точніше, створити власну життєздатну версію того, що було в Амстердамі, а століттями раніше — у Венеції). Англії це справді вдалося, і застосовуючи такі методи, як Венеція й Голландія, вона домоглася успіху, створивши передові для того часу промисловість і міжнародну торгівлю.

Процеси «протоіндустріалізації» можна було бачити ще на початку XVIII століття в деяких країнах Європи — у Фландрії, Франції, Нідерландах, але найбільше саме в Англії (тому сучасники говорили про англійців як про «першу індустріальну націю»). Саме з Англією була пов'язана перша індустріальна революція, заснована на розвитку природничих наук у XVI–XVII ст. У результаті з 1688 по 1801 р. в Англії частка аграрного сектору ВВП знизилася з 40 до 32,5 %, частка виробництва й будівництва зросла з 21 до 23,6 %, торгівлі й транспорту — з 12 до 17,5 %, а Лондон з його великим портом і банками став основним економічним центром.

В Англії перша індустріальна революція розпочалася з текстильної промисловості, потім охопила важку промисловість і вже після цього — транспорт. Вона відбувалася приблизно з 1780 по 1820 р.; у Франції — у першій половині XIX ст., у німецьких державах і Австрії — у середині XIX ст., у Росії — в останній третині XIX ст. У Франції, де аристократія з упередженням ставилася до розвитку промисловості, а звичною була орієнтація на доходи від земельної ренти, процеси індустріалізації дещо затрималися, так само як у Німеччині, Австро-Угорщині та Росії. Загалом, країни континентальної Європи на початку XIX ст. залишалися технологічно відсталими, а експорт парових машин і верстатів з Англії був суворо заборонений до 1825 р. з метою збереження технологічного лідерства.

Основними передумовами індустріальної революції в Англії стали формування правової системи, що ефективно захищає приватну власність, дотримання договірних зобов'язань, а також загальний високий рівень розвитку торгівлі та широке застосування найманої праці. Визнане лідерство Англії в міжнародній торгівлі, яка давала величезні прибутки, а також вивіз капіталів із численних англійських колоній стали важливими джерелами нагромадження загального багатства.

Накопичення капіталів сприяло індустріалізації, хоча й не було вирішальним чинником. Іспанія колись також нагромадила величезну кількість золота й срібла, вивезеного з Латинської Америки, але це не призвело до активного економічного розвитку, оскільки саме по собі накопичення капіталу без якісних змін суспільного ладу не забезпечує економічного зростання. Внаслідок відсутності таких змін в Іспанії капітали, що вивозили з колоній, не тільки не вкладали у виробництво, але й спричиняли деіндустріалізацію країни, надовго зробивши неможливими будь-які інституційні та технологічні інновації. А деякі скандинавські країни (наприклад, Швеція) не мали колоній, однак це не завадило їм увійти до групи індустріально розвинених.

Швидке зростання ринку цінних паперів спиралося на технологічні досягнення першої індустріальної революції. Створення парового двигуна призвело до формування розгалуженої транспортної інфраструктури (будівництво каналів і залізниць). Це саме по собі було важливою інновацією, яка потребувала великих обсягів фінансування, і тому мала вирішальне значення для створення масового ринку акцій.

У XIX столітті процеси індустріалізації поступово охопили багато країн Європи, а також США. Однак протягом усього сторіччя до початку Першої світової війни Англія залишалася визнаним лідером у торгівлі та розвитку промисловості (недарма її називали в той час «фабрикою світу»). У 1870 р. обсяг промислової продукції, виробленої в Англії, становив більше 30 % загальноєвропейської, а з 1870 по 1914 р. обсяг виробництва в Англії зріс на 250 %³³.

³³ Cameron R. A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present / R. Cameron, L. Neal. — Oxford: Oxford University Press, 2002. — P. 220.

Джерела фінансування ранньої індустріалізації

В історії впровадження технологічних інновацій під час промислової революції у Великій Британії постійно постає питання: чому саме Англія, а не Франція стала лідером індустріалізації? І який зв'язок фінансової революції 1688 року з промисловою революцією? Економічні чи технологічні переваги Англії перед Францією не були однозначними на початку XVIII століття, коли Англія ще не стала лідером, а світовим фінансовим центром залишався Амстердам³⁴.

Однак у 1780 р. у Великій Британії було близько 150 великих ткацьких фабрик, у Франції — тільки чотири невеликі. Відмінності ставали очевидними. Причина цього в різній нормі прибутку — 40 % в Англії й 9 % — у Франції. Французькі підприємці очікували прибуток від вкладеного основного капіталу на рівні 16–18 %, реально ж він був не більше 15 %. І лише у 1810-ті роки норма прибутку у Франції зросла до 34 %³⁵.

Кількість інновацій визначається не тільки тим, що пропонують їхні творці, але й попитом на нові технології та продукцію. Сприятливе співвідношення високих доходів і низьких цін на енергоносії у Великій Британії якраз і призвело до того, що в XVIII столітті в ній з'явився реальний попит на нові технології, і цей попит став однією з причин технологічних

³⁴ За кількістю населення Франція (19,2 млн у 1700 р., 24,6 млн у 1780 р.) випереджала Англію (6,9 млн у 1700 р. і 9,0 млн у 1780 р.). Зростання промислового виробництва у Франції становило з 1700 по 1780 р. 454 %, в Англії — 197 %. Хоча в цей час Англія перевищувала Францію за обсягами зовнішньої торгівлі (9 і 22 млн фунтів у Франції, 13 і 23 млн фунтів — в Англії), ця перевага була незначною (Crafts N. F. R. *Industrial Revolution in England and France: Some Thoughts on the Question «Why Was England First»* / N. F. R. Crafts // *The Economics of Industrial Revolution* / Ed. by J. Mokyr. — New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. — P. 128).

³⁵ У США, на відміну від країн Європи, під час промислової революції оплата праці була майже так само високою, як у Великій Британії, а енергія (вугілля) — так само дешевою, тому вже наприкінці XVIII ст. британські технологічні інновації почали швидко поширюватися в США (Аллен Р. С. *Британская промышленная революция в глобальной картине мира* / Р. С. Аллен. — М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. — С. 295, 305–306).

проривів періоду промислової революції. Хоча у XVIII столітті Англія була не єдиною у світі країною високих зарплат, але промислова революція не відбулася в інших країнах — не тільки через нерозвинену кам'яновугільну промисловість, але й через відсутність пропозицій з боку творців технологічних інновацій. Імовірно, крім економічних чинників — високої оплати праці й низької вартості енергоносіїв, — не менш важливою обставиною був людський капітал епохи Просвітництва. Найбільше його накопичили у Великій Британії, де освіта була насамперед економічною й технологічною.

За інноваційним потенціалом Франція не поступалася Англії, і в першій половині XVIII століття французьких патентів на нові винаходи було навіть більше, ніж в Англії³⁶. Але цей інноваційний потенціал у Франції не мав потрібної фінансової підтримки, тому він залишився лише потенціалом. В Англії сукупність таких обставин, як фінансова революція, захист прав власності й нагромадження капіталів, а також сприятливі умови для інвестування цих капіталів через ринок цінних паперів (який тоді швидко формувався) утворила свого роду «критичну масу», що підштовхнула початок індустріальної революції, а у Франції така критична маса не виникла.

Поширеною є думка, що індустріалізація у Франції стала не дуже вдалою спробою відтворити британську модель промислової революції (це визначило відставання французької промисловості на початку XIX століття), але такий підхід є надто спрощеним. Хоча Франція не прийняла англійський шлях індустріалізації, наприкінці XVIII століття існували тенденції до копіювання англійської моделі. Однак політична нестабільність і погроза революції унеможливлювали застосування цієї моделі, а вимагали пошуку іншої інституціональної структури з більш директивним державним регулюванням.

Британські політичні інститути після Славної революції суттєво відрізнялися від системи влади в більшості європейських країн — в Англії державна влада була значною мірою децентралізована. Центральні органи влади (крім прийняття політичних рішень) займалися переважно питаннями зовнішньої торгівлі. Створення й розвиток промислових підприємств регулювалося локальними магістратами, і вони в біль-

³⁶ Mathias P. Who Unbound Prometheus? Science and Technical Change, 1600–1800 / P. Mathias // Bulletin of Economic Research. — 1969. — Vol. 21. — P. 3–16.

шості випадків набагато менше втручалися в підприємницьку діяльність, ніж у Франції, Пруссії та інших країнах Європи. Завдяки цьому, а також забезпеченню прав власності, британська економічна система була загалом значно ефективнішою.

Після «Славної революції» Англія стала частиною світової економічної системи, а її відкрита економіка орієнтувалася на міжнародну торгівлю, обсяг якої досягав у середині XVIII століття 15 % ВВП країни. Ця відкритість процесам вільної торгівлі, переміщення капіталів, людей та ідей відіграла значну роль у здатності сприймати інновації, які можуть зароджуватися (або бути запозиченими ззовні) тільки в толерантних відкритих суспільствах. А нездатність закритих суспільств до інновацій зазвичай стає причиною їхнього занепаду й загибелі — причиною, дуже часто до останнього моменту так і не усвідомленою.

Завдяки цьому процеси індустріалізації в Англії мали суттєві відмінності від інших країн. Це проявлялося не тільки в темпах промислового розвитку, але й організаційній структурі промисловості, що виникала в процесі індустріальної революції. Протягом тривалого часу британська економічна система розвивалася без істотних зовнішніх впливів і втручання держави, що наклало відбиток на всю її організаційну структуру. В Англії економічна система мала високий рівень інтеграції (на відміну від Німеччини, де до другої половини XIX століття економічна система була фрагментованою), що дозволяло не тільки знаходити фінансові ресурси для створення нових промислових підприємств, а й ефективно використовувати технологічні інновації, отримуючи за рахунок цього значний прибуток.

Британський «інтелектуальний клімат», сам «дух» індустріалізації та культура підприємництва значно відрізнялися від Франції та інших країн. Але реальний вплив «інтелектуального клімату» епохи Просвітництва на економіку залежав від того, наскільки ці ідеї могли реалізовуватися на практиці. Основною передумовою такої реалізації була наявність фінансової підтримки нових проєктів, інакше кажучи — наявність вільних фінансових ресурсів. Завдяки тривалому й стабільному економічному зростанню в британській економіці була підвищена концентрація капіталів на фінансовому ринку. Заощадження збільшувалися, і почали перевищувати можливості для їхнього інвестування у державні цінні папери.

А це підштовхувало потенційних інвесторів до пошуку нових напрямків вигідного вкладення капіталів.

Існують різні оцінки обсягу інвестицій у розвиток промисловості, але загалом він зріс майже удвічі: від 8 % ВВП у 1761–1770 рр. до 14 % у 1791–1800 рр. і залишався на такому рівні до середини XIX століття³⁷. На думку У.Ростоу, підвищення рівня інвестицій до 10 % і вище є основною передумовою прискореної індустріалізації³⁸ та, мабуть, передумовою всякої технологічної революції. В аграрних суспільствах частка інвестицій зазвичай не перевищує 5 % ВВП, але в Голландії (економічно найбільш передовій країні наприкінці XVII століття) цей показник досяг 11 % (в Англії й Франції в цей час він не перевищував 4 %)³⁹.

Капітал, інвестований у промислову революцію, надходив із трьох джерел: інвестиції окремих заможних представників аристократії; британський фінансовий ринок (представлений у цей час банками, страховими компаніями й ринком цінних паперів); внутрішні заощадження компаній. Обсяг приватних інвестицій, спричинених міграцією капіталів з Амстердаму та інших фінансових центрів континентальної Європи, міг бути досить великим, але реальний розмір цих інвестицій зараз визначити вже складно. Тому, мабуть, все ж таки не вони мали вирішальне значення у промисловій революції.

Фінансовий ринок, ринок цінних паперів та небанківський ринок кредитного капіталу в XVIII столітті не були достатньо розвинені. А британські банки не стали основним джерелом фінансування промисловості ані у XVIII столітті, ані у XIX-му. Вони орієнтувалися на короткотермінове кредитування, їхні зв'язки із промисловістю були слабкими, а мети розширювати ці зв'язки банки не мали.

Тому у XVIII столітті основним джерелом фінансування ранньої індустріалізації стали внутрішні заощадження промислових компаній. Оскільки «між англійськими банками, які обслуговували потреби бізнесу» короткотерміновими пози-

³⁷ Mokyr J. The Industrial Revolution an the New Economic History / J. Mokyr // The Economics of Industrial Revolution / Ed. by J. Mokyr. — New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. — P. 34.

³⁸ Rostow W. The Stages of Economic Growth: a non-communist manifesto / W. Rostow. — Cambridge: Cambridge University Press, 1960. — P. 8.

³⁹ Гайдар Е. Т. Современный экономический рост и стратегические проблемы развития России / Е. Т. Гайдар. — <http://www.hse.ru>

ками, і банками, що «фінансували довготермінові капіталовкладення, була ціла прірва», англійська індустріальна революція відбувалася «без суттєвого використання банківського кредиту» для довготермінового інвестування⁴⁰.

Незважаючи на те, що у XVIII столітті фінансовий ринок був поки ще погано організований, творців нової промисловості це не турбувало, тому що порівняно з континентальною Європою британська промисловість була переповнена вільними капіталами. Цей надлишок капіталу виник на основі внутрішніх заощаджень самих промислових підприємств⁴¹. Оскільки надлишок вільних фінансових ресурсів став характерним для Англії, британську модель ринку цінних паперів (так само як потім у США й Канаді) можна віднести до «моделі надлишкового капіталу»⁴².

Саме капітали, накопичені спершу в колоніальній торгівлі, а потім і в самій промисловості, надали можливість обійтися без якихось особливих інституційних нововведень для фінансування довготермінових інвестицій у промисловість. До того ж в Англії було численним та динамічним саме середовище підприємців — носіїв технологічних інновацій.

Тому під час індустріальної революції та на початку XIX століття британська промисловість орієнтувалася переважно на самофінансування. І навіть якщо при цьому періодично використовували короткотермінові банківські кредити для забезпечення поточних потреб промислових компаній, ці кредити не мали істотного значення у фінансуванні індустріалізації.

Отже, саме надлишок вільних капіталів став основною причиною того, що саме в Англії, а не у Франції, виникло

⁴⁰ Гершенкрон А. Экономическая отсталость в исторической перспективе / А. Гершенкрон. — <http://www.biblioclub.ru>
Докладніше про британські банки на ранніх стадіях індустріалізації див.: Cameron R. Banking in the Early Stages of Industrialization. A study in comparative economic history / R. Cameron. — New York: Oxford University Press, 1967. — P. 17, 41, 69.

⁴¹ Crouzet F. Capital Formation in Great Britain during Industrial Revolution / F. Crouzet // Capital Formation in the Industrial Revolution / Ed. by F. Crouzet. — London: Taylor & Francis, 1972. — P. 172, 187–188, 193.

⁴² Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг / Б. М. Ческидов. — СПб.: Питер, 2006. — С. 144–170. Як приклад моделі абсолютно недостатнього капіталу Б. М. Ческидов розглядає Італію, відносно недостатнього капіталу — Німеччину, достатнього капіталу — країни Скандинавії.

інноваційне середовище. Воно сприяло не тільки появі технологічних інновацій, але й забезпечувало їхнє застосування в промисловості. А коли таке застосування успішне, воно приносить великі доходи, підтримуючи рівень переповненості промисловості вільними капіталами. Надлишок вільних капіталів, частину з яких охоче вкладають у подальший розвиток технологічних інновацій, завжди й скрізь був основною передумовою об'єднання не тільки талановитих учених, винахідників та інженерів, але й підприємців, готових застосовувати ці винаходи. Технологічна креативність і здатність до породження інновацій ставали основною рушійною силою економічного прогресу.

Англія стала країною з найбільш динамічним розвитком, і там з кінця XVIII століття почався період прискореного економічного зростання, заснованого на використанні технологічних інновацій. У цей час в сусідніх країнах ще зберігалось аграрне суспільство, яке дуже повільно змінювалось. Прискорене економічне зростання у країнах континентальної Європи розпочалося лише після закінчення наполеонівських війн — у 1820-ті роки.

Культура підприємництва й дух епохи

Технологічні інновації та й сам економічний прогрес породжуються духом підприємництва — якщо, звичайно, підприємці адекватно реагують на нові економічні, соціально-політичні та інші можливості епохи. Тому не варто недооцінювати вплив культурного середовища, у якому перебувають підприємці, — вплив *Zeitgeist*, духу епохи. Того духу, який, за словами Й. Шумпетера, «не можна виразити в термінах єдиної системи... ідей», тому *Zeitgeist* стає зрозуміліше, «коли ми звертаємося до філософських течій того часу»⁴³. З духом епохи пов'язані не тільки такі передумови, як роль системи цінностей протестантизму в розвитку капіталізму, але й захист прав власності та прав підприємців.

⁴³ Шумпетер Й. А. История экономического анализа / Й. А. Шумпетер. — В 3 т. Т. 2. — СПб.: Экономическая школа, 2004. — С. 536.

Епоха Просвітництва пов'язана з інтелектуальним рухом, який орієнтувався на заміну релігійного світогляду раціональним. Цей рух виник не в Англії, хоча саме там ідеали Просвітництва, з їхньою безумовною вірою в можливість безперервного економічного й технологічного прогресу, найбільше вплинули на економіку, створивши особливий інтелектуальний клімат індустріалізації, її ідеологію. Ідеї вільної торгівлі Адама Сміта, популярні в англійському суспільстві, стали економічним втіленням настроїв Просвітництва, сприяючи створенню на Британських островах «освіченої економіки» (Enlightened Economy).

Серед англійської правлячої еліти XVIII ст. було поширене переконання, що політика меркантилізму (заснована на ідеї активного втручання держави в економічну діяльність) і обмеження ринкових відносин шкідливі для основного принципу вільної торгівлі — принципу, який тоді панував під впливом ідей Адама Сміта. Згодом ці обмеження поступово послабшали, і виникли найбільш сприятливі умови для підприємництва й розвитку інновацій. У порівнянні з такими країнами континентальної Європи, як Франція або Пруссія, зобов'язання бізнесу перед державою суттєво зменшилися, і Англія наблизилася до ідеалу ліберальної економіки.

Кожна епоха створює сукупність специфічних інститутів, норм і правил поведінки в діловому середовищі, від яких залежить, у якому напрямі спрямована креативна інноваційна енергія підприємництва. А також наскільки ця енергія зможе не тільки реалізуватися, але й вплинути на економічне зростання. Інституційний розвиток англійського суспільства у XVIII столітті став сприятливим для інновацій та підприємництва. Не менш значимими, ніж формальні правові й політичні умови, були неформальні чинники — стиль життя, соціальні норми, а також система цінностей у суспільстві та світогляд, зокрема елітарна ідеологія. Цьому сприяла вся британська система освіти.

Суттєвою була також та обставина, що в британському суспільстві того часу пропагувалася базова довіра між людьми свого соціального кола, як і довіра до інформації. Це було важливою умовою для створення неформальних мереж підприємницьких зв'язків. Дотримання певного кодексу поведінки у своїй соціальній мережі ставало не менш важливим, ніж максимізація прибутку. Репутація мала підвищене значення,

особливо в кредитно-фінансовій сфері. Численні добровільні організації (від наукових співтовариств і масонських лож до різних клубів) сприяли створенню мережі неформальних ділових зв'язків між підприємцями й підвищували взаємну довіру. Такі товариства, що діяли на основі самоорганізації, були поширені у той час. Вони сприяли залученню запрошених спеціалістів — експертів, інженерів та менеджерів.

Хто став рушійною силою промислової революції? На початку ХХ ст. багато хто вважав, що основними постатями промислової революції були винахідники-одинаки. Однак у другій половині ХХ ст. історики на перше місце поставили такі соціальні й економічні чинники, як попит на продукцію, оптимальні ціни, появу нових інститутів тощо.

Насправді ключовими елементами промислової революції були «не блискучі індивіди та не безликі сили», що керували масами, а невелика група, декілька тисяч людей, «які утворювали творче співтовариство, засноване на обміні знаннями». Інженери, механіки, лікарі й натурфілософи приєднувалися до цього співтовариства з метою доступу до знань. Ці співтовариства, на відміну від їхніх окремих членів, були незамінні. Особисті та неформальні контакти, на яких була заснована робота цих творчих об'єднань, відбувалися «у наукових товариствах, академіях, масонських ложах, на лекціях у кав'ярнях». Ці співтовариства створювали локальні мережі неформальних зв'язків для обміну інформацією. У таких «невидимих коледжах» обмін інформацією про технологічні інновації між учасниками відбувався за принципом мережних структур⁴⁴.

⁴⁴ Будь-яка спільнота творців технологічних інновацій була і є локальною мережею, неформальним «невидимим коледжем». Основною функцією такої мережі є передача інформації та обмін знаннями. Під час другої промислової революції такі мережі перестали бути невидимими, і в 1860-ті роки в Німеччині з'явилися перші промислові наукові лабораторії (Мокир Дж. Дары Афины. Исторические истоки экономики знаний / Дж. Мокир. — М.: Изд. Института Гайдара, 2012. — С. 51, 92, 116). Формалізація творчих інтелектуальних спільнот створювала робочі місця й перетворювала інтелектуальну творчість і наукові дослідження з покликання й захоплення в добре оплачувану професійну діяльність. Але водночас така формалізація ставала не завжди сприятливою для самого інноваційного середовища, для духу наукового пошуку. Це добре показав досвід кінця ХХ ст. під час «комп'ютерної революції», як і досвід початку ХХІ ст., коли можливість вільного пошуку інформації в Інтернеті стала ключовим моментом інтелектуальної й технологічної креативності.

Співробітництво творців технологічних інновацій та підприємців

В епоху промислової революції десять найвідоміших британських винахідників (Ньюкомен, Уатт, Аркрайт, Харгрівс, Кромптон, Дербі, Корт, Веджвуд і Смітон) здійснили ключові технологічні прориви, заклавши основу британського прогресу. А Просвітництво створило той інтелектуальний клімат епохи, у якому стала можливою промислова революція.

Популярний у цей час патерналізм спонукав багатьох розбагатілих підприємців опікуватися потребами локальних громад, і ці підприємці ставали соціальними реформаторами. Підприємництво ґрунтувалося на певному консенсусі між багатими інвесторами й кваліфікованими фахівцями — інженерами, винахідниками, ученими. Для винахідника парової машини Дж. Уатта таким інвестором і фінансовим партнером став М. Боултон, для винахідника телеграфу Ч. Уїтстона — У. Кук.

Промисловець Метью Боултон — найбільш характерний приклад такого співробітництва. Він був не тільки підприємцем, а й ученим, який захоплювався хімією. Тому М. Боултон оточив себе талановитими винахідниками, надаючи фінансову підтримку їхніх досліджень. Крім Дж. Уатта, це були математик і лікар Вільям Смолл, поет і лікар Еразм Дарвін (дід Чарльза Дарвіна) та багато інших. Завдяки такій підтримці в Англії почали формуватися центри теоретичної й прикладної науки в Бірмінгемі та Манчестері.

Співробітництво Дж. Уатта й М. Боултона було найвідомішим, але не єдиним прикладом взаємодії творців технологічних інновацій і підприємців, які мали інвестиційний капітал. Серед британських інженерів, які успішно знаходили інвестиційний капітал для втілення в життя своїх задумів, можна назвати «батька залізниць» Джорджа Стівенсона (1781–1848), першого «інженера-мільйонера» Роберта Стівенсона (1803–1859), творця металургійної промисловості Вільяма Феїрберна (1789–1874), залізничного новатора Джозефа Локка (1805–1860) і багатьох інших. Усе це на початку XIX століття забезпечило технологічне лідерство Великій Британії не тільки в текстильній, але й у металургійній промисловості, допомагаючи британському домінуванню в глобальній індустріальній економіці, яка почала формуватися саме в той час.

«Джентльменський капіталізм»

Наслідки фінансової революції проявилися лише через деякий час, і вони стали не завжди очевидними не тільки для сучасників, але й для багатьох істориків XIX і XX століть. Проте саме в подіях «Славної революції» та фінансової революції потрібно шукати ключ до розуміння всієї британської традиції бізнесу, зокрема бізнесу фінансового.

Коли на британський престол зійшов Вільгельм Оранський, Англія стала не тільки парламентською республікою, але й протестантською країною, як і Нідерланди. А трудова етика протестантизму почала формувати новий стиль британського підприємництва. Про зв'язок протестантської етики з «духом капіталізму» написано багато, починаючи ще з Макса Вебера, але хочеться зупинитися на дещо іншому аспекті «духу капіталізму» в його британській версії.

У протестантській країні підприємці (нехай частково) стали відчувати себе не просто конкуруючими суб'єктами бізнесу, готовими на все заради особистої вигоди, а й членами протестантської громади. Наприкінці XVII століття це було дуже важливо і означало підвищення довіри підприємців один до одного, певний «кодекс честі». І хоча потім в історії британського бізнесу вистачало шахрайств і банкрутств, звичайних для підприємництва, певний вплив протестантської етики відчувався завжди, створивши в XIX столітті образ британців як нації підприємців («нації крамарів» — так зневажливо називали їх французи, які з ворожістю ставилися до протестантизму та його етики). Тому у Франції чи Італії «для діалогу чоловіків середнього та літнього віку цілком вистачає тем політики; іноді, у нижчих шарах суспільства, її заміняє спорт. А от у розмовах прихильників англосаксонських цінностей роль політики відіграють економіка й фінанси»⁴⁵.

У Вікторіанську епоху, коли капітали інвестувалися не тільки в політичні інститути, але також у соціальний розвиток суспільства, важливе значення набули вже сформовані на той час етичні норми «підприємця-джентльмена». Менталітет джентльмена (в основі якого — вірність узятим зобов'язанням і підвищене значення репутації) був властивий не тільки спадковій аристократії. У часи промислової революції похо-

⁴⁵ Уэльбек М. Карта и территория / М. Уэльбек. — М.: Астрель, 2012. — С. 22.

дження й давність роду вже не мали колишнього значення, а джентльменами почали вважати англійських підприємців і торговців.

Образ «ідеального джентльмена», що відображав життєву філософію британського середнього класу, який зароджувався в той час, можна знайти в *The Complete English Gentleman* («Досконалий джентльмен») Данієля Дефо. Це йому належить відомий афоризм: «Джентльмен в жодному разі не може заробляти собі на життя фізичною працею, тому він повинен мати певні кошти, отримані завдяки праці інтелектуальній»⁴⁶. Дефо був також автором твору «Досконалий торговець» (*The Complete English Tradesman*), основна ідея якого полягала в тому, що справжній англійський підприємець і торговець — насамперед джентльмен. Адже сама британська торгівля створила джентльмена-підприємця, для цього потрібно було, щоб змінилося декілька поколінь⁴⁷, і за цей час бізнесмен поступово ставав джентльменом. Для Дефо була принципова різниця між «джентльменом від народження» і людиною, що зробила себе джентльменом у процесі самовиховання. Ці його думки нагадують про важливий в англійській (а потім і американській) культурі бізнесу образ *self-made man* — «людини, що зробила сама себе».

З таким самим позитивним пафосом XVIII століття описує образ джентльмена Ф.Честерфілд в «Листах до сина»: «У справжнього джентльмена мають бути *les manieres nobles* (шляхетні манери) навіть у найменшому, так само як і в найбільшому»; адже «правила гарного тону вимагають... щоби ввічливість твоя була невимушеною й свідчила про те, що ти справжній джентльмен». Людина може приєднатися до пристойного товариства, якщо прибутки «дозволяють вести спосіб життя джентльмена»⁴⁸.

Однак у сприйнятті письменників XIX століття (зокрема Чарльза Дікенса в «Пригодах Олівера Твіста») образ джентльмена був не завжди таким позитивним. З одного боку, для Дікенса джентльмен — це людина, яка живе нетрудовими доходами, поміщик або рантьє. Тому образ джентльмена в Ді-

⁴⁶ Defoe D. *The Complete English Gentleman* (1890) / D. Defoe. — London: D. Nutt, 1890. — P. 3–11, 237.

⁴⁷ Defoe D. *The Complete English Tradesman* / D. Defoe. — <http://www.gutenberg.org>

⁴⁸ Честерфілд Ф. Письма к сыну / Ф. Честерфілд. — <http://www.lib.ru>

кенса часто має іронічне й сатиричне забарвлення⁴⁹. З іншого боку, слово «джентльмен» зустрічається в діалогах героїв Дікенса дуже часто — у той час це було широко вживане слово, подібне до слова «пан», зазвичай позбавленого якогось етичного змісту. Так само використовує слово «джентльмен» і У. Текерей, хоча в нього образ джентльмена позитивніший⁵⁰.

На початку 1980-х років Пітер Кейн і Ентоні Хопкінс із Бірмінгемського університету запропонували нове поняття «джентльменський капіталізм»⁵¹. Витоки цієї ідеї можна знайти не тільки в Торстейна Веблена⁵², але й набагато раніше у Джеймса Харрінгтона⁵³. Культура «джентльменського капіталізму», яка сформувалася у XVIII столітті, була тим «соціальним капіталом», який став основою всього періоду британського економічного й фінансового лідерства. Особливістю «джентльменського капіталізму» є значення етичних норм, що походять не від традицій старої англійської аристократії, а переважно від системи цінностей протестантизму.

Під час формування в Англії сервісного сектору економіки у другій половині XIX століття джентльменський капіталізм поступово втрачав зв'язок зі старими аристократичними традиціями, пов'язаними із класичною колоніальною епохою. Він почав набувати нових форм, оптимальних для епохи вільної торгівлі й фінансової глобалізації. У сфері фінансових послуг «джентльменський капіталізм» проявлявся не тільки в дотриманні етичних норм у ділових операціях, а й у загальній «клубній атмосфері» невеликих фінансових

⁴⁹ «Ввічливий джентльмен у червоному мундирі, який... купив право командувати двома-трьома тисячами людей»; «в центрі столу сидів у кріслі, вищому, ніж інші, надзвичайно товстий джентльмен із круглою червоною фізіономією і т. ін. (Диккенс Ч. Приключения Оливера Твіста / Ч. Диккенс. — <http://www.lib.ru>)

⁵⁰ «Джентльмени не читають чужих листів», «не по-джентльменськи», «слово джентльмена», «джентльмен з доброго старовинного англійського роду» і т. ін. (Текерей У. Ярмарка тещеславия / У. Текерей. — <http://www.lib.ru>).

⁵¹ Cain P. J. *Gentlemanly Capitalism and British Expansion Overseas* / P. J. Cain, A. G. Hopkins // *Economic History Review*. — 1986. — Vol. XXXIX, № 4. — P. 504–505, 507, 509, 525.

⁵² Veblen T. *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions* / T. Veblen. — London: Wiley, 1926. — P. 37–38 (reprint — London: Forgotten Books, 1965).

⁵³ Harrington J. *The Model of Commonwealth of Oceana* (1656) / J. Harrington // *The Political Works of James Harrington* [Ed. J. Pocock]. — Cambridge: Cambridge University Press, 1977. — P. 257–262.

компаній (багато з яких були сімейним бізнесом) — атмосфері, звичайної для лондонського Сіті. Кожна з таких компаній мала свій власний діловий стиль, який ретельно підтримувався, як і загальна соціальна мережа зв'язків між такими компаніями.

Ідеї «джентльменського капіталізму» Кейн і Хопкінс розвинули в книзі «Британський імперіалізм» (2002). На їхню думку, «джентльменський капіталізм» був важливою частиною «британського ліберального економічного світоустрою». Для менталітету «джентльменського капіталізму» робити головною метою підприємницької діяльності лише отримання доходів було ознакою поганих манер, оскільки обмежувало особисту свободу «джентльмена-капіталіста» і не давало можливості брати участь у світському житті⁵⁴ — у гламурних тусовках, як сказали б сьогодні. А спосіб життя капіталіста-промисловця для «капіталіста-джентльмена» був зовсім не гламурним. Тому промисловці ніколи не мали значного впливу на британську економічну політику, незважаючи на те, що саме Англія стала першою індустріальною країною.

Не тільки виробнича діяльність, а й будь-яка праця тільки заради грошей сприймалися «джентльменами-капіталістами» як залежність, несвобода й ознака обмеженості. Зовсім інша справа — сфера фінансових послуг, далека від приземленого світу. До того ж фінансовий бізнес дозволяв накопичувати багатство таким чином, що це не суперечило «джентльменському способу життя». І коли завдяки колоніальній експансії Лондон став центром мережі торговельних і фінансових зв'язків, що охопила увесь світ, реальним втіленням «капіталістів-джентльменів» стали фінансисти з лондонського Сіті, які отримували дохід від фінансових послуг. Тому «джентльменський капіталізм» завжди був зацікавлений у колоніальній експансії й розширенні меж Британської імперії⁵⁵.

Погляди Кейна і Хопкінса на «джентльменський капіталізм» деякі британські автори сприйняли критично, як спроби романтизації британського імперіалізму. Так само критично були сприйняті спроби використовувати ідеї Д. Гобсона. Зо-

⁵⁴ Cain P.J. *British Imperialism* / P.J. Cain, A. G. Hopkins. — London: Pearson Education, 2002. — P. 8, 16, 51, 84, 114, 131, 216.

⁵⁵ Cain P.J. *British Imperialism* / P.J. Cain, A. G. Hopkins. — London: Pearson Education, 2002. — P. 4–5.

крема, із критикою «джентльменського капіталізму» виступив у 1996 році У. Хаттон⁵⁶. Справді, сам Д. Гобсон не надавав особливого значення думкам про формування в Англії сервісної економіки. У своїй основній книзі «Імперіалізм» він не згадував про це. Але іноді для прийняття нових ідей потрібен час — в «Кембриджській економічній історії сучасної Європи», виданій у 2010 році, ідеям П. Кейна і Е. Хопкінса щодо «джентльменського капіталізму» дається позитивна оцінка⁵⁷, як і в деяких інших працях⁵⁸.

Чи існував насправді «джентльменський капіталізм», чи це один із міфів? Мабуть, П. Кейн і Е. Хопкінс справді надто оптимістично описують ставлення до проблеми соціальної та етичної відповідальності бізнесу (якщо називати речі сучасними словами). Але заперечувати такі тенденції в британському суспільстві XIX століття теж немає підстав. Істина десь посередині, як і в загальному розумінні суті епохи *Rach Britannica*. З одного боку, у цю епоху відбувалося зростання доступності світу й стирання кордонів під час британського періоду глобалізації, а Британська імперія забезпечувала новий рівень синтезу різних культур, традицій і стилів життя. А з іншого — це була дуже прагматична колоніальна експансія британського імперіалізму.

Справді, історію британської колоніальної експансії можна пояснити прозаїчними мотивами без ідей «джентльменського капіталізму». Але для розуміння еволюції фінансових і технологічних інновацій в англійському суспільстві XIX століття ідеї «джентльменського капіталізму» так само важливі, як висловлені Біллом Гейтсом на початку XXI століття ідеї «креативного капіталізму» для розуміння сучасної епохи та її інновацій.

Ідея «джентльменського капіталізму» продовжує жити в інших формах і під іншою назвою — так, у С. Дейвіса в його описі «громадянської економіки» (*civil economy*) громадянського суспільства, ідеї «джентльменського капіталізму» ма-

⁵⁶ Hutton W. *The State We're In* / W. Hutton. — London: Jonathan Cape, 1995. — P. XX.

⁵⁷ Daudin G. *Globalization, 1870–1914* / G. Daudin, M. Morys, K. O'Rourke // *The Cambridge Economic History of Modern Europe*. 2 Vols. — Vol. 2. 1870 to the present. — Cambridge: Cambridge University Press, 2010. — P. 25.

⁵⁸ Лал Д. *Похвала империи. Глобализация и порядок* / Д. Лал. — М.: Новое издательство, 2010. — С. 93–98.

ють форму соціальної відповідальності, за дотриманням якої спостерігають різні громадські організації⁵⁹.

І навіть якщо вважати ідеї «джентльменського капіталізму» надто оптимістичними, а сам образ «підприємця-джентльмена» прикрашеним, важко заперечувати той факт, що ці настрої в британському суспільстві вплинули на стиль бізнесу й розвиток англійської економіки загалом.

Індивідуальні інвестори та рантьє

У 1882 році у Парижі опублікували фантастичний роман Альберта Робіда «Двадцяте століття», що став втіленням колективної мрії епохи рантьє. Один із головних героїв, успішний паризький банкір, планував відійти від справ і насолоджуватися життям на прибуток з капіталів, залишивши дочкам два банки у Парижі та Нью-Йорку. Він хотів заснувати в Океанії, на Таїті, утопічну державу Helenia, названу так на честь його дружини, яка хотіла створити там феміністичну республіку⁶⁰.

Віра в те, що фінансові операції із цінними паперами можуть дати можливість вести безтурботне й забезпечене існування, була в той час у Франції настільки сильною, що мрія про життя рантьє захоплювала багатьох. Вона породжувала неймовірні фантазії й проекти, подібні до описаних у романі «Двадцяте століття». Так сформувалася ціла «культура рантьє». Відголоски пам'яті про паризьких «рантьєрів» початку ХХ століття можна бачити у вірші Давида Самойлова (1920–1990), написаному в 1958 р.: «Рано вранці приходять у сквери (...) нудьгуючі рантьєри / На лавочках вони читають газети»⁶¹.

Однак варто пам'ятати, чим закінчилася у Франції епоха рантьє — Belle Époque, «Прекрасна епоха», як її тоді називали. А завершилася вона анулюванням усіх боргів Російської імперії після революції, зокрема і за державними облігаціями, які так полюбили французькі рантьє. Це призвело до величезних збитків індивідуальних інвесторів.

⁵⁹ Davis S. Civil Society and Civil Economy / S. Davis. — <http://www.cipe.org>

⁶⁰ Robida A. The twentieth century / A. Robida. — Middletown: Wesleyan University Press, 2004. — P. LII–LIII.

⁶¹ Самойлов Д. Белые стихи (Рембо в Париже). — <http://www.poetrylibrary.ru>

Настрої, характерні для «культури рантьє», виникали в суспільстві в періоди економічного підйому й добробуту, коли життя здавалося безтурботним, завтрашній день — надійним і стабільним, а весь світ — легко доступним. І в цьому немає нічого дивного — мрія про можливість жити у своє задоволення без важкої праці властива самій природі людини.

Дж. М. Кейнс вважав, що ліквідація рантьє призведе до зникнення неприємних сторін капіталізму — «евтаназія рантьє як нефункціонуючого інвестора не буде раптовою, а стане поступовим і тривалим продовженням процесу, який спостерігається останнім часом у Великій Британії»⁶². Ці слова він написав у 1936 році під враженням від тривалої економічної депресії 1930-х років і посилення державного регулювання. Подальша історія показала, що коли спад закінчується й починається черговий бум, рантьє знову активізуються. Тому говорити про евтаназію та безболісне відмирання рантьє немає ніяких підстав.

У 2000 році, коли ще тривав економічний підйом 1990-х, в Америці була популярна книга Девіда Брукса *Bobos in Paradise*, у якій він описував образ *Latte town*⁶³ — міста, населеного переважно сучасними рантьє. Вони живуть, як і раніше, за рахунок операцій із цінними паперами й діяльності в сфері фінансових послуг. Живеться їм безтурботно й легко, і свій час вони проводять у кав'ярнях на тінистих бульварах за чашкою лате. І хоча книга Брукса мало чим схожа на «Двадцяте століття» Робіда, їх поєднує *rantier dream* — утопічна мрія про можливість насолоджуватися життям за рахунок ринку цінних паперів.

Можливо, рантьє існували ще в Стародавньому Римі⁶⁴, а у Венеції був розвинений «клас... дуже багатих рантьє»⁶⁵. Однак особливий прошарок суспільства — індивідуальні інвестори, які отримували дохід від цінних паперів, — почав формуватися в Амстердамі в XVII столітті. Тоді в Нідерландах

⁶² Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. — М.: Гелиос, 1999. — С. 344–345.

⁶³ Brooks D. *Bobos in Paradise: The New Upper Class and How They Got There* / Brooks D. — N. Y.: Thorndike Press, 2001. — 404 p.

⁶⁴ Ростовцев М. И. Капитализм и народное хозяйство в древнем мире / М. И. Ростовцев // Русская мысль. — 1900. — № 3. — С. 195–217.

⁶⁵ Зомбарт В. Любовь, роскошь и капитализм / В. Зомбарт. — <http://www.fondint.narod.ru>

було 65 тисяч індивідуальних інвесторів, які вкладали заощадження в державні облігації та інші цінні папери. У Франції їх стали називати «рантьє», і до них негативно ставилися публіци XIX століття, які вважали, що рантьє не зайняті ніякою корисною працею і паразитують на економічній системі суспільства.

Поняття «рантьє» та «індивідуальні інвестори» за своїм змістом близькі, але не тотожні. «Рантьє» — поширена в індустріальну епоху назва соціальної групи, що живе тільки на доходи від нерухомості або капіталу (зокрема від облігацій та інших цінних паперів). Поняття «індивідуальні інвестори» з'явилося лише в другій половині XX ст., хоча такі інвестори були завжди. Вони вкладають свої фінансові ресурси (найчастіше — заощадження) у цінні папери, але живуть не тільки на ці доходи. Зазвичай такі інвестори мають також інші джерела прибутку.

Спершу словом «рантьє» називали багатих землевласників, які жили на доходи (ренту) від своїх маєтків і не займалися жодною іншою діяльністю. Найбільше перших рантьє було у великих містах — Амстердамі, Лондоні, Парижі. А на початку XX століття модним (особливо у Франції) стало жити на доходи від державних облігацій.

Однак межі соціального прошарку рантьє не були чітко визначені. Іноді так називали осіб, що живуть тільки на ренту, — це були рантьє у вузькому розумінні (до них зазвичай відносили і домовласників, що здавали в оренду нерухомість, і тих, хто жив на відсотки від банківських вкладів). Часом рантьє називали осіб, які отримували лише додаткові доходи від цінних паперів — таких було значно більше. Це були індивідуальні інвестори в сучасному розумінні.

З початком формування середнього класу соціальний склад рантьє став розширюватися. Збільшення кількості індивідуальних інвесторів відображало важливу тенденцію — демократизацію ринку цінних паперів і всієї сфери фінансових послуг. Але у XIX столітті ця демократизація (за своєю сутністю пов'язана із процесами формування громадянського суспільства) ще не мала таких масштабів, як наприкінці XX століття. Незважаючи на це, соціальна група, що жила на доходи від цінних паперів, створила особливу «культуру рантьє». Кількість рантьє збільшувалася під час економічних підйомів і зменшувалася в періоди криз і спадів в економіці.

В Англії у 1760 році, на початку правління короля Георга III, було 17 тисяч індивідуальних власників цінних паперів — переважно державних облігацій⁶⁶. Ці інвестори (в основному із Сіті, фінансового центру Лондону) були досить заможними. У 1804 р. загальна кількість власників державних облігацій у Великій Британії становила 237,2 тис. (2,5% населення), вони одержали за облігаціями 17,9 млн фунтів прибутку. У 1815 р. кількість власників облігацій збільшилася до 267 тис. (2,4% населення), вони одержали дохід 25,6%⁶⁷. Більшість із них були дрібними індивідуальними інвесторами, річний дохід яких не перевищував 200 фунтів. Близько 20% отриманого прибутку інвестори зазвичай вкладали в подальше придбання державних облігацій.

Остаточню сформувавшись у 1820-ті роки, група індивідуальних інвесторів переживала свій тріумф у 1830-ті — дефолти після кризи 1825–1826 рр. траплялися нечасто, а завдяки золотому стандарту доходи рантьє від державних облігацій стали стабільними. Втім, можливість отримувати справді помітні прибутки мали тільки представники фінансової й політичної еліти.

Оскільки прибутковість британських державних облігацій поступово знижувалася, стала зменшуватися кількість їх власників: до 232 тис. у 1822 р. (1,9% населення, отриманий дохід 28,4%), 219 тис. у 1850 р. (1,2% населення, дохід 24,2%), 180,4 тис. у 1870 р. (0,8% населення, дохід 22,4%). З падінням прибутковості британських облігацій інтереси рантьє зосередилися на інших, вигідніших паперах — акціях і облігаціях залізничних компаній⁶⁸. У другій половині XIX століття, коли велика кількість нових акцій опинилася на британському ринку цінних паперів і на біржі, вони остаточно вийшли на перше місце в інтересах інвесторів⁶⁹.

⁶⁶ Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. — М.: Финансы и статистика, 1997. — С. 48.

⁶⁷ Ferguson N. Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1800–2000 / N. Ferguson. — New York: Basic Books, 2001. — P. 192–198, 202.

⁶⁸ Мода на рантьє знезацька повернулася в Лондоні на початку XXI століття, де поселилося багато заможних вихідців з інших країн, зокрема з Близького Сходу, Індії, Східної Європи (Krugman P. Return of the rentier city / P. Krugman. — <http://www.krugman.blogs.nytimes.com>).

⁶⁹ На початку XX ст. ці облігації купували в основному інституційні інвестори, переважно страхові компанії, що володіли у 1924 р. 5,5% усього обсягу випущених державних облігацій.

Разом із формуванням середнього класу соціальний склад рантьє почав розширюватися. У другій половині XIX століття надлишок вільних фінансових ресурсів в Англії призвів до розквіту цілої «культури рантьє», яка надалі забезпечувала фінансову підтримку літературно-художнього модерністського середовища початку XX століття. Англійська «культура рантьє» була пов'язана з менталітетом «джентльменського капіталізму». У британських «капіталістів-джентльменів» було заведено одержувати дохід від діяльності, не пов'язаної з виробництвом, тому їх приваблювала сфера фінансових послуг і життєва філософія рантьє.

За деяким даними, у 1870 р. було близько 170 тис. рантьє (переважно жінок), а в 1911 р. 348 тис. — 0,82 % населення (42,5 млн осіб на початку XX століття)⁷⁰. Але ці дані, ймовірно, стосуються осіб, що жили тільки на ренту і не мали інших доходів. А в 1910 році за даними Лондонської біржі в Англії було 4,8 млн власників цінних паперів, які отримували з них дохід (індивідуальних інвесторів у сучасному розумінні) — 10,6 % населення⁷¹. За цим показником Англія займала у світі перше місце. «Який численний клас рантьє в Англії! Разом зі зростанням класу рантьє зростає також і клас людей, що позичають капітал, тому що це ті самі люди»⁷².

Загалом у світі на початку XX століття власниками цінних паперів стало близько 20 млн індивідуальних інвесторів, із них 24 % англійських, 21 % американських, 18 % французьких, 16 % німецьких, 5 % російських, 4 % австро-угорських, 2 % італійських, 2 % японських, 8 % з інших країн. Найбільший відсоток індивідуальних інвесторів був в Англії (10,6 %), потім йшли Франція (9,17 %), США (5,53 %), Німеччина (5,28 %), Австро-Угорщина (1,5 %), Італія (1,1 %), Японія (0,79 %), Росія (0,58 %)⁷³. В Англії «культура рантьє» була найбільш розвинутою через загальну зрілість британської

⁷⁰ Woodmansee M. The new economic criticism: studies at the intersection of literature and economics / M. Woodmansee, M. Osteen. — N. Y.: Routledge, 1999. — P. 287.

⁷¹ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2004. — P. 4.

⁷² Маркс К. Капітал. Т. 3. Гл. 22. / К. Маркс. — <http://www.esperanto.mv.ru>

⁷³ Докладніше питання про кількість індивідуальних інвесторів розглядається далі, у розділі 4.1 (див. таблицю 4.1.4).

економіки, хоча за темпами економічного зростання Англія вже не була лідером⁷⁴.

У Франції, де виникло саме поняття «рантьє», звичай жити на доходи від цінних паперів також був дуже популярним. Перші рантьє з'явилися у великих французьких містах ще у XVII ст., і незабаром вони стали помітною соціальною групою. У 1638 і 1639 рр. виплату рент тимчасово скасували, і багатьох рантьє чекало неминуче банкрутство. У Парижі, Руані та інших містах почалися протести серед рантьє, які критикували уряд. Особливо багато рантьє з'явилося за часів Людовика XIV, коли випуск процентних паперів став масовим. Потім проекти Джона Ло ще більше сприяли збільшенню цього соціального прошарку.

Кількість рантьє у Франції зросла з 0,824 млн у 1850 р. до 4,6 млн у 1901 р⁷⁵. — 11,7% населення (у той час 39,3 млн)⁷⁶. Нагадаємо, що за даними Лондонської біржі, власників цінних паперів у Франції було 9,17% населення. «Тому, хто купив облігації на 100 франків, обіцяють, що він заробить на них 200 франків наступного року. І публіка несла останні гроші... Усе це відбулося завдяки... рекламі. У країні є люди, яких називають рантьє. Часто це старий дід з бабою, які, зібравши невеликий капітал, сидять на сонечку, робити нічого не хочуть, не працюють, а все думають, як би, не працюючи, розбагатіти»⁷⁷.

Образ рантьє часто зустрічається у французькій літературі XIX століття — наприклад, подружжя Мазель у романі Е. Золя «Праця». «Забезпечений від усяких випадковостей стан надавав цим рантьє перевагу над трудящими, над чиновниками з їхньою вбогою платнею й навіть над самими капіталістами-мільйонерами, які постійно стоять перед загрозою катастрофи»⁷⁸.

⁷⁴ У 1870–1913 рр. середні темпи зростання ВВП на душу населення становили 1,81% у США; 1,63% у Німеччині; 1,45% у Франції; 1,25% в Італії; 1,01% в Англії; 0,88% у Російській імперії.

⁷⁵ Bonney R. The Apogee and Fall of French Rentier Regime / R. Bonney // Paying for the liberal state: the rise of public finance in nineteenth-century Europe [Ed. Cardoso J., Lains P.]. — Cambridge: Cambridge University Press, 2010. — Р. 97.

⁷⁶ Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2. — М.: Изд-во социально-политич. литературы, 1959 / Л. А. Мендельсон. — С. 568.

⁷⁷ Бабель И. Конармия. Одесские рассказы. Пьесы. Статьи. Письма / И. Бабель. — Иркутск: Восточно-Сибирское кн. изд-во, 1991. — С. 368.

⁷⁸ Золя Э. Труд / Э. Золя. — <http://www.lib.ru>

Кількість рантьє у Франції збільшилася наприкінці XIX століття, коли після політичного й економічного зближення з Російською імперією для різних верств суспільства загальноприйнятим стало жити на відсотки від вкладення заощаджень у стабільні й прибуткові російські державні облігації, найпоширеніші у Франції. Із загальної кількості рантьє (у середньому 10% з огляду на різні дані), дрібних було близько 2 млн (приблизно 5%)⁷⁹.

У США в 1900 р. серед «заможної частини суспільства» кількість рантьє досягала 14%, у 1950 р. — 26%⁸⁰, хоча ці цифри навряд чи можна вважати інформативними, не знаючи чисельності «заможної частини суспільства» у розумінні цього автора. За даними Лондонської біржі, власників цінних паперів у США було у 1913 році 5,5% від загальної кількості населення.

У Російській імперії культура рантьє була розвинена набагато менше, ніж в Англії або Франції⁸¹, що було пов'язано з надто великим значенням держави в історії кредиту. Адже протягом багатьох десятиліть, до 1860-х, там існували тільки державні банки. Однак вже на початку XX століття в кав'ярнях і ресторанах різних міст можна було зустріти представників соціального прошарку рантьє. Часто це були поміщики, які заклали свої маєтки і вигідно вклали капітал під відсотки. Втім, були серед рантьє не тільки поміщики, але й представники різних верств суспільства. Об'єднувало цих людей з різними долями те, що вони жили на відсотки — прибуток від цінних паперів або від оренди нерухомості. «Це багаті рантьєри, які нічого не роблять. Багато хто з них одягнений за останньою модою, і серед переважно старих людей» іноді трапляються «на диво симпатичні особи солідного вигляду»⁸².

Мрія про життя рантьє у Російській імперії також захоплювала багатьох, хто замислювався про можливість життя рантьє. «Поїдемо у Швецію. Купимо нобелівські акції, жити

⁷⁹ Антюхина-Московченко В. И. История Франции, 1870–1918 / В. И. Антюхина-Московченко. — М.: Изд-во Ин-та международных отношений, 1963. — С. 566.

⁸⁰ Дворкин И. Н. Критика экономических теорий правых социалистов / И. Н. Дворкин. — М.: Изд-во Высшей партийной школы, 1959. — С. 343.

⁸¹ Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И. Ф. Гиндин. — М.: Госфиниздат, 1948. — С. 253.

⁸² Книжки восхода. Том 24. Выпуск 8. — СПб.: Типо-литография Ц. Крайз, 1904. — С. 168.

будемо як рантьє, ніяких тривог»⁸³. Один із мандрівників країнами Азії писав у 1904 р.: «...у цій далекій країні зовсім немає боротьби за існування, ніби всі її мешканці — рантьєри, що безтурботно живуть доходами зі своїх капіталів, і займаються торгівлею тільки для розваги»⁸⁴. А «вільні американські громадяни, багаті рантьєри, що живуть в елегантних кварталах Нью-Йорка»⁸⁵, також були прикладом для російських рантьє.

Хоча багато хто вважав, що рантьє є особами без певних занять і «становлять у деякому сенсі тимчасове і випадкове явище, пережиток, що має поступово зникати»⁸⁶, сучасникам здавалося, що їх дуже багато і стає дедалі більше. Ці «все більш цивілізовані рантьє зі слідами недавніх мозоль на руках»⁸⁷ були вихідцями із різних соціальних верств. Зустрічалися вони навіть серед робітників. «Робітники рантьє живуть зазвичай по селах», де «самі працюють на городі». Ці робітники вважалися дуже ощадливими, однак «у середовищі цих ощадливих робітників і рантьєрів дуже часто зустрічаються алкоголіки, жертви своєї власної ощадливості»⁸⁸.

Наприкінці XIX століття «рантьєри й капіталісти переживають кризу: збільшення народного багатства скорочує прибутковість приватного багатства. От ще одна відмінність між новою рухомою власністю й давньою земельною»⁸⁹. Однак «немає підстави вважати, що в епохи промислового занепаду рантьєри різного роду перетворюють на грошовий капітал меншу частку свого доходу, ніж в епохи промислового пожвавлення»⁹⁰.

Найбільше рантьє було в Петербурзі й Москві, де чимало дворян жили за рахунок ренти. У Москві у 1882 р. було

⁸³ Морозов С. Дед умер молодым: документальная повесть / С. Морозов. — М.: Сов. писатель, 1988. — С. 171, 173.

⁸⁴ Круббер А. А. Азия: иллюстрированный географический сборник / А. А. Круббер. — СПб.: Тип. Тов. И. Н. Кушнерев, 1904. — С. 28. — 548 с.

⁸⁵ Русский вестник. — 1895. — Т. 239. Вып. 2. — С. 308.

⁸⁶ Менделеев Д. И. К познанию России / Д. И. Менделеев. — СПб.: Изд. А. Суворина 1907. — С. 65.

⁸⁷ Образование. Журнал литературный и общественно-политический. — 1907. — Том 16. — Выпуски 7–9. — С. 115.

⁸⁸ Русское обозрение. — 1896. — Т. 7. — С. 448.

⁸⁹ Восход. — 1894. — Т. 14. — Вып. 7–9. — С. 133.

⁹⁰ Туган-Барановский М. И. Избранное: периодические промышленные кризисы; история английских кризисов; общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. — М.: «Наука», 1997. — С. 321.

1600 рантьє серед купців, 889 — селянського походження⁹¹, хоча навіть і у великих містах «лише незначна частина капіталістів (головним чином, дружини власників фірм) може бути віднесена до рантьє»⁹².

За даними перепису 1897 р., загалом у Російській імперії було 328 513 осіб, що живуть на доходи «з капіталу й нерухомого майна», це становило 0,26 % населення (125,64 млн у 1897 р.). Розподіл рантьє в основних фінансових центрах (містах з фондовими біржами) був різним. У Петербурзі (з населенням у 1897 р. 1 264 900 осіб) рантьє було 45 503 (3,6 % населення)⁹³; у Москві (з населенням 1 038 600) — 26 148 (0,3 % населення)⁹⁴; в Одесі (з населенням 403 800) — 6543 (0,2 %)⁹⁵; у Києві (з населенням 247 700) — 19 448 (7,8 %)⁹⁶; у Харкові (з населенням 174 000) — 5610 (3,2 %)⁹⁷. При цьому власників цінних паперів за даними Лондонської біржі в царській імперії у 1913 році було загалом приблизно 1 млн⁹⁸, що становило 0,58 % населення країни (171 млн у 1913 р.).

⁹¹ Лаверычев В. Я. Крупная буржуазия в пореформенной России (1861–1900) / В. Я. Лаверычев. — М.: Мысль, 1974. — С. 69.

⁹² Петров Ю. А. Московская буржуазия в начале XX века: предпринимательство и политика / Ю. А. Петров. — М.: Изд-во «Мосгорархив», 2002. — С. 65.

⁹³ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. Город С.-Петербург. Тетр. 2. — [Санкт-Петербург]: издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1903. — С. 206.

⁹⁴ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XXIV. Московская губерния. — [Санкт-Петербург]: издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1905. — С. 185.

⁹⁵ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XLVII. Город Одесса. — [Санкт-Петербург]: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. — С. 132–133.

⁹⁶ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XVI. Киевская губерния. — [Санкт-Петербург]: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. — С. 171.

⁹⁷ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XLVI. Харьковская губерния. — [Санкт-Петербург]: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1905. — С. 181.

⁹⁸ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2004. — P. 4.

Для околиць імперії (за даними 1923 р.) частка рантьє в структурі населення міст була невелика: на Північному Кавказі — 2,4 %, на Далекому Сході — 3,2 %, у містах Середньої Азії — 0,4 %. Серед рантьє в цих регіонах близько 90 % становили власники нерухомості, що здавали її в оренду⁹⁹.

Ставлення суспільства до рантьє в XIX столітті було переважно негативним у всіх країнах. «Рантьє... істота людиноподібна... ссавець з роду парижан, сімейство акціонерів, плем'я тупих», — писав Оноре де Бальзак у нарисі «Монографія про рантьє», опублікованому в 1840 році. Бальзак вважав, що «римлянам, грекам, єгиптянам і персам був невідомий» той великий винахід, «який називається кредитом, вони ніколи не хотіли повірити (а слово кредит і означає довіру) у те, що клаптик папірису може замінити собою маєток». Але, хай там як, «якщо прибрати рантьє... Париж втратить свої характерні риси»¹⁰⁰, — визнавав Бальзак.

Капіталізму властиве «відділення рантьє... від підприємця». Про масштаб цього процесу свідчать дані щодо емісії цінних паперів, які «досягають 100–150 мільярдів франків»¹⁰¹. Таке збільшення до початку XX століття загального обсягу прибуткових цінних паперів призвело до надзвичайного поширення рантьє — весь річний дохід від зовнішньої торгівлі Англії становив наприкінці XIX століття 18 млн фунтів, а дохід англійських рантьє — 90–100 млн фунтів¹⁰².

Поява прошарку рантьє стала закономірним наслідком розвитку кредитної системи й ринку цінних паперів. Цей прошарок розширювався «з розвитком акціонерних товариств і банків, зі створенням цілої грандіозної галузі торгівлі цінними паперами»¹⁰³, — відзначав М. Бухарін у роботі «Політична

⁹⁹ Жиромская В. Б. После революционных бурь: население России в первой половине 20-х годов / В. Б. Жиромская. — М.: Наука, 1996. — С. 148–149.

¹⁰⁰ «Зріст рантьє від п'яти до шести футів, рухи його переважно повільні, але природа в турботі про збереження цих кволих істот надала їм омнібуси, за допомогою яких вони пересуваються в межах паризької атмосфери... Переселений за межі міста, рантьє швидко марнє та гине» (Бальзак О. Монографія о рантьє / О. Бальзак. — <http://www.posters.ec>).

¹⁰¹ 4–6 млрд фунтів за курсами 1913 р.

¹⁰² Ленин В. И. Империализм, как высшая стадия капитализма: популярный очерк / В. И. Ленин. — М.: Изд-во полит. лит-ры, 1967. — 134 с. В. І. Ленін цитується тут не як політик, а як один з авторів робіт з економіки початку XX ст.

¹⁰³ Бухарин Н. Политическая экономия рантьє. Теория ценности и прибыли Австрийской школы / Н. Бухарин. — М.: Орбита, 1988. — С. 17–21.

економія рантьє» (уперше виданій у 1925 р.). Але, незалежно від того, як оцінювати критичні висловлення про рантьє та й саму їхню життєву позицію, потрібно визнати, що виникнення цього суспільного прошарку є закономірним наслідком розвитку ринку цінних паперів.

Промислова революція та економічне зростання

Перша промислова революція у Великій Британії, безумовно, прискорила економічне зростання, однак стабільне зростання почалося задовго до того, причому не тільки в британській економіці, а й в інших країнах Європи. Ознакою такого зростання стала здатність забезпечити швидке збільшення населення без зниження доходів на одну особу. Економічне зростання залишалося стабільним навіть в не дуже сприятливий для британської економіки період з 1760 по 1815 р.

Отже, економічне зростання почалося не з промислової революції. І до неї Велика Британія та інші країни Західної Європи переживали тривалі періоди економічного підйому, хоча й не такого, як сучасний. Технологічні прориви відбувалися і раніше в різних економічних системах, як європейських, так і не європейських (наприклад, у середньовічному Китаї). Але до першої промислової революції завжди спрацьовував негативний зворотний зв'язок. Тому коли прискорене зростання починалося, воно зустрічалося з тією чи іншою перешкодою, яка одразу його гальмувала. Через це економічне зростання до промислової революції відбувалося нерівномірно, стрибками, і його часто переривали періоди стагнації або навіть занепаду.

Економічне зростання в Англії стимулювало нагромадження вільних капіталів — прибутків від колоніальної торгівлі. Саме це нагромадження капіталів стало первинним фактором, що прискорив економічне зростання нового типу, яке більше нагадує сучасне. Втім, значення нагромадження

цих вільних капіталів, отриманих від міжнародної торгівлі, не применшує роль технологічних інновацій, покладених в основу першої промислової революції.

Думка, що Велика Британія здійснила промислову революцію, тому що в цій країні була передова наука, на яку опиралися нові технології, є перебільшенням. Незважаючи на безперечне промислове лідерство, Велика Британія експортувала велику кількість наукових знань з інших країн Європи — може, навіть експортувала й запозичила не менше, ніж імпортувала. Та й самі технології, зокрема перші парові машини, були зобов'язані своєю появою не стільки академічній науці, скільки практичним навичкам та інтуїції британських механіків. На відміну від другої промислової революції, коли ближче до кінця XIX ст. фундаментальна наука справді впливала на появу нових технологій в електротехнічній і хімічній промисловості, під час першої промислової революції академічна наука ще не мала можливості помітно впливати на технології.

У Франції, основному конкуренті Великої Британії в епоху промислової революції, інтелектуальний потенціал був не нижче (а може, навіть вище), ніж британський. Інша річ, наскільки можна було застосувати на практиці цей потенціал. Більшість наукових відкриттів XVIII ст. зробили у Франції, але вони мали обмежене практичне застосування, тому що були пов'язані з астрономією, ботанікою тощо¹⁰⁴ Але навіть якщо припустити, що всі вчені-теоретики жили у Франції, а інженери-практики — в Англії (що насправді не так), саме по собі це не могло бути перешкодою для міграції наукових знань із однієї країни в іншу.

Мабуть, основною поворотною подією можна вважати британську Славну революцію, а потім фінансову революцію, разом з початком боротьби за вільну торгівлю. Все це створило у Великій Британії сприятливі умови для застосування корисних на практиці знань і технологічних інновацій.

¹⁰⁴ У той час Франція намагалася грати роль освіченої Греції, а провідні французькі вчені на відміну від британських чітко розмежовували сфери науки й практики. Їх цікавила більше любов до науки й прагнення підвищити свою репутацію, ніж практичне застосування власних відкриттів. Але навіть якщо спрощено вважати, що вчені займалися чистою наукою, а підприємців цікавила одна тільки матеріальна вигода, саме по собі це ще не перешкода для технічного прогресу.

Ще однією обставиною (можливо, найважливішою), яка визначила британське лідерство, стала відкритість британської економіки та її орієнтація на міжнародну торгівлю. Така відкрита економіка, що діє на основі принципів космополітизму й вільної торгівлі, була ідеалом епохи Просвітництва. Велика Британія більше інших наблизилася до цього ідеалу. Можна дискутувати про плюси й мінуси такої відкритої економічної системи, заснованої на принципах вільної торгівлі. Але, хай там як, саме відкритість і готовність сприймати ідеї інших народів забезпечили британській економіці підвищену ефективність в епоху промислової революції. Це ствердило фінансову гегемонію лондонського Сіті та заклало основу для процвітання Великої Британії у Вікторіанську епоху, що стала для Англії «золотим століттям». А Лондон тоді перетворився на визнаний центр світової фінансової системи.

Отже, промислова революція стала результатом епохи Просвітництва, яка вплинула не тільки на Велику Британію, а й на всі країни Західної Європи. Як продовження Просвітництва, промислова революція була суто західноєвропейським явищем. Ця революція створювала нові можливості (спершу технологічні, а за ними економічні, фінансові та, нарешті, інституційні), яких раніше просто не існувало. Велика Британія першою скористалася цими новими можливостями, і це зробило її лідером.

Інші країни Західної Європи по-різному використовували можливості, надані першою промисловою революцією. Оскільки не було якихось інституційних чи інших механізмів, що змушували б усі європейські суспільства скористатися цими можливостями, в деяких країнах почався опір інноваціям. І не тільки в Іспанії, яку можна вважати країною загалом консервативною, але й у демократичних Нідерландах.

Можливості, які надавала промислова революція, часто не усвідомлювали навіть її сучасники. Наполеон вважав англійців нацією крамарів, а не винахідників парових машин чи механіків. Він не розумів значення технологічних інновацій та промислової революції. Зміни в промисловості й економіці стали очевидними для багатьох лише в першій половині XIX ст. Навіть Адам Сміт не оцінив тоді масштаб змін, вважаючи, що після закінчення цього періоду прискороеного економічного зростання почнеться неминуха стагнація, а доходи знизяться, як і рівень життя.

Гальмування економічного зростання наприкінці XIX століття

Поширена думка, що британське технологічне лідерство досягло свого Zenіту в 1851 році, коли відкрили Велику виставку в лондонському Гайд-парку (Great Exhibition in Hyde Park). Протягом майже цілого сторіччя, починаючи із середини XVIII ст. та практично до середини XIX-го, Велика Британія була країною з найвищими темпами економічного зростання. Але надалі ці темпи почали знижуватися, і це ставало помітніше для сучасників¹⁰⁵.

У Вікторіанську епоху ВВП на душу населення зріс із 1,672 фунта у 1830 р. до 3,911 у 1900 р. (збільшення 1,2% на рік). Ціни зберігалися відносно стабільними, процентна ставка рідко перевищувала 3,5%, а в 1890-ті роки знизилася до 2,5%¹⁰⁶. Поєднання низької процентної ставки та низької інфляції створило сприятливі передумови для довготермінових інвестицій. А міста швидко розвивалися і ставали центрами комунікації та обміну інформацією. Максимальні темпи збільшення ВВП (у середньому 2,5%) відзначалися в англійській економіці з 1850 по 1873 р., після чого темпи економічного зростання загальмувалися й стали нульовими.

Навіть якщо британцям і властива схильність до традицій та певний консерватизм, це не перешкодило їм створити у XIX столітті глобальну імперію із загальносвітовою економікою й фінансовою системою. При цьому більшість інновацій того часу (технологічних, інституційних і фінансових)

¹⁰⁵ «Чим довше країни мають демократичну свободу... тим більше вони будуть страждати від організацій, які пригнічують їхнє економічне зростання... Це допомагає пояснити, чому у Великій Британії — великій країні, із тривалим імунітетом до диктатури, вторгнень і революцій — були в цьому сторіччі нижчі темпи економічного зростання, ніж в інших великих розвинених демократичних країнах» (Олсон М. Возвышение и упадок народов. Экономический рост, стагнация и социальный склероз / М. Олсон. — М.: Новое издательство, 2013. — С. 108).

¹⁰⁶ Casson M. A. Entrepreneurship in Britain, 1830–1900 / M. Casson, A. Godley // The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times / Ed. by David S. Landes, Joel Mokyr, and William J. Baumol. — Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. — P. 214.

виникли саме у Великій Британії, а не в інших країнах. У часи промислової революції Велика Британія порівняно з іншими країнами Європи (зокрема Францією) відрізнялася підвищеною соціальною мобільністю й зацікавленістю всіх соціальних верств у підприємництві й пошуку фінансової вигоди.

Британське суспільство було більш відкритим, ніж будь-яке інше суспільство в Європі. Не тільки національний дохід розподілявся там більш рівномірно, але й бар'єри для соціальної мобільності були нижчими. Тому англійська торгівля XVIII століття в порівнянні з іншими країнами була більш активною і відкритою до всього нового. Завдяки такій відкритості в Англії таланти стали затребуваними в бізнесі та винахідництві. Розпочати власний бізнес було легше, і британці не випадково стали народом, захопленим комерцією, у той час як у Франції та інших країнах континентальної Європи аристократія зневажала підприємництво.

Однак потім, в останні десятиліття XIX ст., Велика Британія почала відставати в темпах зростання від інших країн, і це стало особливо помітним після Другої світової війни. Поширене пояснення гальмування економічного розвитку пов'язане з уявленнями про національний характер британців і схильність до консерватизму, що згодом призводило до гальмування інновацій. Однак той факт, що майже сторіччя англійська економіка мала найвищі темпи зростання, і цьому не заважав національний характер, свідчить про те, що наступне гальмування пов'язане з якимось іншими причинами.

Девід Ландес висловив думку про «синдром третього покоління» британського середнього класу. Це чимось нагадує відому ідею про те, що інтелігенція в третьому поколінні починає деградувати. Справді, енергійне перше покоління британських підприємців було творцем промислової революції й власного бізнесу. Друге покоління продовжило їхню справу, але вже без колишнього ентузіазму, більше користуючись вже накопиченим багатством. А третє покоління підприємців опинилося під впливом настрою декадансу. Ці люди, за словами Ландеса, «працювали під час гри та грали під час роботи», бізнес ставав нецікавим для них, тому що вони вирости в достатку і сприймали багатство як щось очевидне¹⁰⁷.

¹⁰⁷ Landes D.S. The Unbound Prometheus. Technical Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to the Present / D.S. Landes. — Cambridge: Cambridge University Press, 1969 — P. 336.

З появою цього «третього покоління» економічне зростання у Великій Британії почало уповільнюватися. На зміну виробничим компаніям приходили фінансові, які вимагали менше різної промислової суєти, яка вже втомила британців, і водночас більше досвіду у фінансових справах — того досвіду, якого в Британії на той час вистачало¹⁰⁸.

Підприємницька активність почала знижуватися й переміщуватися на периферію імперії. На початку XIX ст., коли населення в Англії швидко зростало, умови життя працівників британської промисловості залишалися важкими. Через це багато хто з них охоче залишав Британські острови та емігрував у пошуках кращого життя до Австралії, Північної Америки й Нової Зеландії. Після досягнення певного рівня багатства діти й онуки таких знаменитих підприємців Вікторіанської епохи, як Вільям Левер, засновник компанії Unilever, або Томас Ліптон, який створив відому чайну компанію Lipton, хотіли вести розслаблений спосіб життя у своїх маєтках в колоніях, одержуючи дохід від прибуткового бізнесу¹⁰⁹.

Сфера фінансових послуг в Англії епохи промислової революції

Наприкінці XVII — початку XIX ст. сервісний сектор економіки у Великій Британії складався з торгівлі, транспорту, фінансових послуг, а також освіти й медицини. Фінансові послуги до середини XIX ст. не посідали помітного місця в британській

¹⁰⁸ Якщо у 1870 р. середня для різних секторів економіки продуктивність праці в Німеччині становила 59,5% порівняно з британською (100%), а в США 89,8%, то у 1909–1911 рр. у Німеччині вона досягла 75,5%, у США — 117%. Найпомітнішим зростання було в індустріальному секторі — з 91,7% у Німеччині та 153,6% у США продуктивність зросла до 127,6% у Німеччині та 193,2% у США (Berend I. An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization / I. Berend. — Cambridge: Cambridge University Press, 2013. — P. 194).

¹⁰⁹ Настої часу, коли почалося згасання Британської імперії, відображає історія життя Стюарта Гор-Брауна, описана в книзі британської журналістки Крістіни Лемб «Африканський дім: історія одного англійця та його африканської мрії» (Lamb C. The Africa House: The True Story of an English Gentleman and His African Dream / C. Lamb. — New York: Harper Perennial, 2005).

економіці за кількістю осіб, зайнятих у цій сфері та за обсягом операцій. Поширена думка, що в цей час у сфері фінансових послуг не було ніяких радикальних інновацій, порівнянних з паровою машиною та її впровадженням у промисловість. Насправді це не так — адже сама «фінансова революція» 1688 р. була такою радикальною інновацією, яка забезпечила лідерство британській сфері фінансових послуг. Порівняно незначне місце фінансових послуг у британській економіці не повинна вводити в оману — адже промислова революція потребувала капіталів, які забезпечувала саме фінансова інфраструктура.

В основі цієї інфраструктури були банки, з XVIII століття чітко розділені на дві групи за місцем їх розташування: «міські банки» (city banks), що перебували в лондонському Сіті, і «провінційні банки» (country banks), що працювали в інших містах. «Міські банки» дисконтували комерційні векселі й забезпечували кредитами міжнародну торгівлю. Мережа цих банків виникла в Лондоні із приватних торговельних банків (merchant banks) XVII ст., що вирости з контор «банкірів-ювелірів» (goldsmith bankers) XVI ст. Наприкінці XVIII століття у Лондоні було близько 50 merchant banks, які фінансували міжнародну торгівлю.

Багато засновників торговельних банків були іноземцями — брати Берінги, власники одного з найбільших банків, прибули у Велику Британію у 1717 р. із Бремену; брати Хоуп емігрували в Лондон у 1795 р. з Нідерландів під час наполеонівських війн, а знамениті Ротшильди переселилися в Лондон у 1798 р. із Франкфурта.

«Міські банки» не займалися фінансуванням промислової революції, як і промисловості загалом — їхні інтереси були повністю зосереджені на прибутковій міжнародній торгівлі, яка забезпечувала приплив капіталів та їхнє загальне нагромадження. Надалі з мережі цих банків виник лондонський фінансовий ринок, який у XIX ст. став основним у світі.

Іншу позицію займали численні «провінційні банки» — характерні для британської фінансової системи організації. Більшість із них були невеликими і засновані місцевими підприємцями. У 1800 р. середній розмір капіталів таких банків становив приблизно 10 000 фунтів. Кожен із провінційних банків був пов'язаний з одним якимось великим банком у Лондоні, той дисконтував його векселі та всіляко підтримував.

«Провінційні банки» охоче інвестували капітали у різні проекти, зокрема в промислові акціонерні компанії (текстильні та інші «високотехнологічні» для того часу підприємства). Саме вони мали вирішальне значення у «змащуванні коліс» британського промислового капіталізму, який в той час якраз зароджувався.

Швидке зростання мережі провінційних банків почалося в другій половині XVIII ст. і не було спричинене політичними або законодавчими змінами. Стимулом для розвитку цих банків, що виникли практично на порожньому місці, стала потреба у фінансуванні промислової революції. І не випадковим є той факт, що у 1750 р. на початку промислової революції «провінційних банків» було лише близько десяти. А вже у 1775 р. їх налічувалося близько 100, у 1800 р. — 370, у 1815 р. — 800.

«Провінційні банки» дисконтували переказні векселі (вони набули у Великій Британії легальний статус у 1697 р.) підприємців і торговців, забезпечуючи їх короткотерміновими кредитами. Такий механізм кредитування використовували і «міські банки» Лондону (розташовані в той час переважно на знаменитій Ломбард-стріт), які дисконтували векселі великих учасників міжнародних торговельних операцій.

Крім банківської системи, у фінансовий сектор епохи промислової революції входили страхові компанії та ринок цінних паперів. Першими з'явилися компанії, що займалися морським страхуванням, зокрема найвідоміша Lloyds, розташована спершу в однойменній лондонській кав'ярні — Lloyd's coffee-house. Кількість страхових компаній, що спеціалізувалися в той час на страхуванні морських перевезень, майна (в основному від пожеж) і життя, швидко зросла з початком промислової революції, особливо з 1750 по 1760 р., потім їхнє зростання дещо загальмувалося¹¹⁰.

Страхування життя ставало дедалі більш поширеним (особливо після видання у 1774 р. Акту про страхування життя —

¹¹⁰ У 1810 р. загальний обсяг активів страхових компаній (на душу населення) становив 28 фунтів, у 1850 р. — 80 фунтів. У цей час зростання популярності страхових послуг знову прискорилося — урбанізація та індустріалізація створювали попит на ці послуги, і в 1850 р. у цій сфері працювало 13 000 осіб. А близько половини всього, що можна було в Англії застрахувати, вже застрахували (хоча часто не на повну вартість) (Mokyr J. The Enlightened Economy. An Economic History of Britain 1700–1850 / J. Mokyr. — New Haven: Yale University Press, 2009. — P. 228–229, 231).

The Life Assurance Act, відомого також за назвою Gambling Act). До 1800 р. сума договорів страхування життя досягла 10 млн фунтів (до 1850 р. — 150 млн фунтів). Методи страхування життя поступово ускладнювалися, і воно дедалі частіше ставало додатковим забезпеченням кредитів. Однак до середини XIX ст. страхування життя не мало масового поширення, ним користувалися в основному великі землевласники й заможні підприємці. Елементом масового фінансового ринку й інструментом інвестування заощаджень воно ще не стало.

Фінансові центри — світові столиці капіталу

Основних фінансових центрів світового масштабу в XIX — на початку XX ст. було небагато: Амстердам (до першої половини XIX ст.), Лондон, Париж, Берлін, Брюссель (до Першої світової війни), з початку XX ст. — Нью-Йорк. Хоча Лондон як центр світової торгівлі випередив Амстердам із другої половини XVIII століття, Амстердам зберігав своє значення як фінансовий центр до часів Наполеона і впливав на Лондон як джерело капіталу. Із середини XIX ст. Лондон остаточно став визнаним світовим фінансовими торговим центром. Однак його суперництво з Парижем тривало всю другу половину XIX століття, і воно стосувалося не стільки обсягів міжнародної торгівлі й фінансових операцій, скільки експорту капіталу й сфер впливу в міжнародних інвестиціях. У 1850-ті та 1860-ті роки експорт капіталу із Франції перевищував експорт капіталу з Великої Британії, хоча Лондон уже тоді перевершував Париж за обсягами випуску іноземних облігаційних позик — основного інструмента експорту капіталу¹¹¹.

¹¹¹ Про амбіції Парижу того часу свідчать оголошені у 1866 р. і не реалізовані плани запровадження єдиної світової валюти на основі франка, а також створення Латинського грошового союзу в 1867 р. (у нього ввійшли Франція, Італія, Бельгія й Швейцарія). Ці амбіції були значною мірою підірвані поразкою у Франко-прусській війні у 1871 р. і виплатою Німеччині величезної контрибуції — 5 млрд марок.

Германські фінансові центри — Берлін, Франкфурт і Гамбург — ще не були інтегровані в єдиний економічний простір (Берлін і Франкфурт спеціалізувалися на облігаціях державних позик, Гамбург — на фінансуванні торгівлі). Усе це створювало сприятливі умови для домінування Лондону, і час із 1870 по 1914 р. можна вважати класичним періодом розквіту Лондону. Це стосується не тільки кількісних показників, а і якісних: асортимент фінансових послуг, що пропонувався в цьому місті, не мав собі рівних. А учасниками ринку дисконтування векселів, якими оплачували міжнародну торгівлю, були (прямо або побічно) банки всього світу.

Основні технологічні інновації британської епохи виникли саме в Англії, і ця країна на початку XX століття усе ще залишалася лідером у торгівлі. Однак з кінця XIX ст. її почали наздоганяти Німеччина¹¹² (важливі інновації в хімічній промисловості) і США (інновації в електротехніці й телефонному зв'язку). Світовими центрами нових технологій на початку XX ст. були Нью-Йорк, Бостон і, особливо, Берлін, який став чи не найважливішим центром технологічних інновацій. Однак після Першої світової війни та економічної кризи в Німеччині інноваційний дух цього міста поступово вичерпався.

Хоча Берлін і Нью-Йорк наздоганяли Лондон і Париж, вони поки ще поступалися їм: Берлін за обсягом іноземних інвестицій і експорту капіталу, а Нью-Йорк — самостійністю. На початку XX ст. він усе ще залежав від лондонського Сіті, основного джерела капіталів. Надалі, після Першої світової війни, Нью-Йорк за своїм значенням випередив Париж, який опинився на третьому місці в рейтингу світових фінансових центрів. А значення Берліну в період інфляції та гіперінфляції 1920-х років суттєво зменшилося.

У піднесенні Лондону і його перетворенні на основний світовий фінансовий центр вирішальне значення мав загальний економічний потенціал Великої Британії — адже коли країна перебуває на підйомі, тоді найбільша ймовірність виникнення в ній нової «столиці капіталу». Так було не тільки з Лондоном, а й з Берліном, Нью-Йорком, Токіо та іншими новими фінансовими центрами XX століття.

¹¹² У Німеччині після Франко-пруської війни, поразки Франції й створення єдиної німецької держави почався період швидкого економічного зростання, і на початку XX століття німецька економіка стала помітним учасником світових ринків.

Крім того, важливе значення мали інші чинники, які визначали піднесення всіх інших фінансових центрів: стабільність політичних інститутів і національної валюти; достатня кількість накопичених заощаджень (які можуть бути використані для іноземних інвестицій та експорту капіталу); розвинена система фінансових організацій; надійний і не дуже обтяжливий державний контроль над сферою фінансових послуг; помірне оподаткування бізнесу; наявність підготовленого персоналу; доступність інформації; розвиненість засобів комунікації.

Ще однією важливою обставиною у виникненні фінансових центрів світового масштабу, цих справжніх «столиць капіталу», була привабливість того чи іншого міста для мігрантів. Причому не просто мігрантів, а талановитих фінансистів, повних духу підприємництва й готовності до ризику. Лондон у XIX столітті не мав собі рівних за такою привабливістю — тут були найсприятливіші умови для бізнесу взагалі та особливо для фінансового бізнесу.

Якщо такі мігранти прибували зі своїми капіталами, це ще більше прискорювало становлення нового фінансового центру. Так було в Лондоні під час наполеонівських війн, коли туди емігрували амстердамські фінансисти. І в Парижі в середині XIX століття, де багаті емігранти (Ротшильди, Ефруссі та багато інші) стали основою вищого кола французьких банкірів — *haute banque*. Так було і в Нью-Йорку в другій половині XIX століття, куди переселялися заможні єврейські фінансисти з Німеччини.

Наприкінці XIX століття британське технологічне лідерство поступово відходило в минуле, хоча Лондон залишався при цьому визнаним світовим фінансовим центром — фінансовою столицею світу. Париж був дуже популярним містом наприкінці XIX — на початку XX століття, але його недарма називали «прекрасним другим». Нехай прекрасним, але все ж таки «другим». Він справді був другою столицею світу, пов'язаною з культурою, мистецтвом, модою й стилем життя. Париж — «місто вічної юності», як називав його Стефан Цвейг, приваблював у той час до себе багатьох емігрантів. «Ніде не можна було відчутти просту й разом з тим таємничо-мудру безтурботність буття більше, ніж у Парижі... Кожен з нас, молодих, став причетним до цієї легкості й тим самим привніс щось своє; китайці й скандинави, іспанці й греки, бразильці

й канадці — ніхто не почував себе чужинцем на берегах Сени. Не було примусу, можна було говорити, думати, сміятися й обурюватися як хочеш... кожен жив, як йому подобалося»¹¹³.

Однак після Першої світової війни британська економіка та фінансовий ринок перестали бути лідерами. А Друга світова війна остаточно визначила кінець «британської епохи». Почався новий цикл у розвитку світової економічної системи.

¹¹³ Цвейг С. Вчорашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. — М.: Радуга, 1991 — С. 137.

Частина друга.

НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ

Британський ринок цінних паперів у доіндустріальну епоху

Славна революція 1688 р.

У другій половині XVI століття Англія почала створювати свою глобальну колоніальну імперію, яка охоплювала всі континенти. Торговельні маршрути зв'язали Лондон з Індією, Мадейрою, Британською Вест-Індією. Скоро лідерство Англії в міжнародній торгівлі стало вже загальноновизнаним — британські кораблі переважали біля берегів Африки, Америки, Індії, на Далекому Сході, а також у басейні Тихого океану. Лондон з населенням близько мільйона осіб став найбільшим портом, і там можна було не тільки придбати різноманітні товари, а й отримати будь-які фінансові послуги. Колоніальна торгівля породила багато інновацій, пов'язаних не тільки із суднобудуванням, але й з бізнесом — таких як поява великих колоніальних компаній, а також морського страхування.

А вирішальною подією у фінансовій історії Англії стала Славна революція (англ. Glorious Revolution) 1688 року — державний переворот, внаслідок якого скинули короля Якова II Стюарта, католика за віросповіданням. Переворот вдалося здійснити за допомогою голландських військ під командуванням протестанта й правителя Нідерландів Вільгельма Оранського. Він став новим королем Англії Вільгельмом III. Після перевороту в Англії поширився протестантизм і протестантська етика, і саме вона мала вирішальне значення у зародженні духу капіталізму. Принаймні в його британській версії.

Так під впливом Нідерландів почала формуватися принципова відмінність британської моделі суспільного устрою, що відрізнялася від інших країн континентальної Європи, насамперед від основного конкурента — Франції. Властиві британській моделі децентралізація та більша самостійність підприємців визначили подальший напрям розвитку англійської економіки й фінансової системи.

У Франції ще із часів Людовика XIV, який дуже хотів вигнати із Франції всіх єретиків, не було релігійної терпимості. А купці-гугеноти, які могли б відіграти таку саму роль, як англійські протестанти, зазнавали переслідувань. Вигнані із Франції гугеноти переселилися в Англію в 1685 р., незадовго до Славної революції. Вони принесли із собою не тільки значні капітали — близько 3 млн фунтів, але й нові технології, невідомі раніше в Англії. Серед цих технологій були фінансові, завдяки яким заснували перші англійські банки: Orphans Bank, Million Bank і найвідоміший Bank of England (у 1694 р.). А коли у 1688 р. після Славної революції королем став голландський принц-протестант Вільгельм Оранський, все це допомогло фінансовим інноваціям з Амстердаму поширитися в Лондоні.

На той час система англійських державних фінансів вже помітно відрізнялася від країн континентальної Європи. Парламент отримав контроль над витратами короля, що в той час у Франції або Іспанії було в принципі неможливо. Почав формуватися прошарок професійних державних службовців, які працювали за оплату, а не заради одержання права на ліцензію для збирання податків чи можливості брати участь у розкраданні скарбниці, як це було у Франції. Усі ці відмінності були посилені Славною революцією. Відмова від боргів стала вважатися повністю неприйнятною. До речі, у Лондоні багато інвесторів добре пам'ятали про дефолт скарбниці у 1672 р., коли обтяжений боргами король Карл II відмовився від виплат за своїми зобов'язаннями. А коли 1717 р. почав діяти золотий стандарт, ніхто в Англії вже не намагався зменшувати вміст золота в монетах, хоча це було тоді звичайною практикою в багатьох країнах континентальної Європи.

Усі ці новації значно відрізнялися від системи державних фінансів у Франції, де доходи від продажу державних земель йшли на збагачення чиновників, а не на те, щоб платити професійним службовцям. Збирання податків там передавали на відкуп приватним особам, а відмова від сплати боргів взагалі стала

звичайною справою. Спроби створити власний парламент — Генеральні Штати — виявилися неефективними, а інвестори не проявляли інтересу до державних цінних паперів — рент, навіть коли ті пропонували до продажу на вигідних умовах.

Після того як у 1749 р. сер Генрі Пелем заснував «Консолідований фонд» («Consolidated Fund»), вдалося уніфікувати всі державні борги королівської династії Стюартів. Із назвою цього фонду була пов'язана і назва англійських державних облігацій — консолей (consoles)¹¹⁴. Ці облігації стали високоліквідними паперами, в надійності були впевнені всі. Саме консолі стали основою для масового ринку цінних паперів, і вони мали постійний попит не тільки серед англійських інвесторів, але й серед іноземних, насамперед голландців. Це було зовсім не схоже на французькі державні облігації, і шляхи фінансового розвитку Лондону й Парижу розійшлися остаточно.

Британські консолі стали найбільш успішною й відомою державною облігацією в історії процентних паперів. До кінця XVIII ст. їх випускали два типи, дохід за якими становив 3 % і 5 %. Терміну погашення ці облігації не мали, а держава могла викуповувати їх за ринковою ціною не нижче номінальної. Номінал консолей становив 100 фунтів, ціна продажу в січні 1796 р. — 101 фунт. За такої ціни 5 % облігація давала щорічний дохід 4,95 %. Однак курс консолей не був стабільним у той час, коли почалося піднесення Наполеона і на два десятиліття Європа поринула в період війн. Ціни консолей почали падати, знизившись зрештою на 30 %.

Загалом унаслідок Славної революції 1688 р. та під впливом успіхів голландської фінансової системи в Англії відбулася фінансова революція, яка призвела до виникнення повноцінного фінансового ринку, здатного акумулювати вільні капітали. У цьому сенсі саме фінансова революція стала передумовою революції індустріальної (перші ознаки якої відзначалися в Англії ще в XVII ст.). Адже без важливих інновацій у фінансовій сфері й розширення можливості одержання капіталів індустріальна революція в Англії навряд чи була б можлива. По суті, англійська фінансова революція передувала революції індустріальній¹¹⁵.

¹¹⁴ Англ. consol — скорочення від consolidated debt (боргове зобов'язання, втілене в цінних паперах).

¹¹⁵ У різних країнах взаємини між фінансовим і виробничим секторами склалися по-різному: фінансовий сектор міг стимулювати економічне зростання

У виданому в 1688 р. законі Promissory Notes Act зазначалося, що королівська влада тепер обмежена у фінансових питаннях, а значну частину повноважень передали парламенту. А він значно зменшив право короля регулювати збір податків, а також упорядкував збирання мит з метою ефективнішого розподілу на суспільні потреби. Державний борг тепер розглядався не як боргове зобов'язання фізичної особи — короля, а як національний борг країни. Раніше розмежування між довготерміновими та короткотерміновими цінними паперами взагалі не було, а державний борг являв сукупність окремих неупорядкованих боргових зобов'язань (зазвичай у приватних банкірів). Кредитори намагалися повернути свій борг із відсотками якомога швидше, а ринку, на якому могли б перебувати в обігу державні боргові цінні папери, ще не існувало.

Після фінансової революції державний борг став втіленим у довгострокових цінних паперах, які могли передаватися й перебувати в обігу на ринку. Сьогодні, через століття, нам важко повністю оцінити радикальність для сучасників цієї фінансової інновації. Адже сама ідея випустити для покриття державного боргу облігації, що перебували в обігу на ринку, продовжувала традиції Венеційської республіки, де (може, вперше в історії) також випускали подібні облігації. Але обставиною ще важливішою, ніж рішення про випуск облігацій, була готовність інвесторів вкладати свої капітали в ці облігації. Такої готовності у XVII столітті не було навіть у більшості країн Європи, не кажучи вже про країни Азії¹¹⁶.

і мати на нього позитивний вплив (як було в Англії, де відбувалася прискорена індустріалізація); міг не мати реального впливу (у Франції, де індустріалізація на початку XIX століття відбувалася повільно), а міг і гальмувати промисловий розвиток через неадекватну організацію фінансової системи (у Німеччині в першій половині XIX ст., в Австро-Угорщині і Росії до середини XIX ст.).

¹¹⁶ Хоча вважається, що в азійських країнах, попри добре розвинену торгівлю з багатокітовими традиціями, недостатнім був захист прав власності, мабуть, справа була не в цьому — навряд чи в купців, особливо великих, у країнах Сходу були проблеми із захистом власності; те саме можна сказати й про права на земельну нерухомість. Купці із країн Азії часто давали гроші в борг іншим підприємцям або правлячим елітам, але там не змогла виникнути ідея інвестування капіталу в публічні фінансові інструменти, що перебувають в обігу на ринку. Зокрема в державні боргові зобов'язання. Імовірно, саме із цими фінансовими інноваціями була зв'язана та принципова розбіжність між європейськими й неєвропейськими економічними системами — розбіжність, що надала європейцям потім, під час індустріальної революції, явні переваги.

Той факт, що державний борг був тепер втілений у випущених Банком Англії високонадійних державних облігаціях (сек'юритизований — якщо користуватися сучасним терміном), мав вирішальне значення у формуванні англійського ринку цінних паперів. Після того як зобов'язання з викупу частини сек'юритизованого державного боргу взяли такі великі привілейовані компанії, як Ост-Індська та Компанія Південного моря, створення ринку довготермінових цінних паперів спричинило виникнення їхнього вторинного ринку.

Заснування Банку Англії й виникнення ринку державних облігацій

Після Славної революції не тільки голландські капітали разом із фінансовими інноваціями почали активно проникати в Англію. У супроводі Вільгельма Оранського з Амстердаму в Лондон прибуло чимало фінансистів, які принесли налагоджену техніку біржових операцій, що сприяло створенню нової британської економічної системи. А релігійні війни в Європі кінця XVII ст. (пов'язані із протиріччями між католиками, лютеранами й протестантами) стали додатковим чинником, який прискорив еміграцію в Англію амстердамських банкірів (таких як Генріх Гоппе та інших).

У 1694 р. за зразком *Amsterdamsche Wisselbank* у Лондоні заснували *Bank of England*, у чому виявилася певна історична спадковість між нідерландським і британським фінансовими ринками. Однак Банк Англії, на відміну від амстердамського банку, був створений для фінансування державних витрат. Це призвело до зловживань з боку приватних банкірів (хоча запобігання таким зловживанням було заявлено як одне із завдань банку). Згодом фінансове становище банку стало не дуже стабільним, незважаючи на його монополію на емісію банкнот і привілейоване положення як «банкіра уряду». У 1797 році банку довелося призупинити платежі й обмежити кредити. Такий бік історії Банку Англії показує, наскільки небезпечним може бути явний чи неявний альянс банкірів і уряду.

Хоча в Англії парламент мав набагато більшу владу в контролі торговельних і фінансових операцій (у Франції все це вирішував король), Славна революція ще більше загострила ці відмінності. У XIV–XVI століттях в Англії оголошення дефолту

було звичайною справою, і потрібно було досягнути певного рівня зрілості фінансової системи, щоб стати «недефолтною» країною. Надалі це мало важливе значення у ствердженні британського економічного лідерства. А економічні реформи Вільгельма Оранського призвели до підвищення економічної стабільності Англії. Випадків відмови від боргів уже практично не було, а британські монети вважалися найбільш забезпеченими золотом.

Однак ці реформи зустріли значний опір з боку родової аристократії, що знайшло відображення в памфлеті Данієля Дефо «Справжній англієць»¹¹⁷, 80 000 примірників якого за декілька днів продали напівлегально на вулицях Лондону. Дефо, відомий не тільки як письменник, але і як один із перших журналістів, що писали на економічну тематику¹¹⁸, у цьому памфлеті виступив проти аристократії, яка критикувала короля Вільгельма III¹¹⁹.

Після фінансової революції з кінця XVII століття в Англії активізувався ринок державних облігацій (традиційно державні позики використовувалися переважно для покриття військових витрат), який ще більше розвинувся у середині XVIII ст. — у Франції в цей час подібного ринку ще не існувало. Серед цінних паперів переважали високоліквідні британські державні облігації, вже згадані «консоли», на які був стійкий попит інвесторів з Амстердаму. Ці 3 % і 5 % облігації стали одними з найбільш надійних державних цінних паперів.

У зростанні значення британського ринку цінних паперів мало значення і те, що хоча протягом усього XVIII століття в Англії кредит був дорожче, ніж в Амстердамі (значення якого вже почало слабшати), він все ж таки був значно дешевшим, ніж у Франції. А розміщення британських державних облігацій забезпечувала переважно Амстердамська біржа.

¹¹⁷ Defoe D. The True-Born Englishman / D. Defoe. — <http://www.luminarium.org>

¹¹⁸ Дефо вдавалося помічати тенденції свого часу: «Найжорстокішим і деспотичним у політиці французького уряду вважається його звичай вилучати з обігу всі гроші, попередньо різко понизивши їхню вартість, а потім перекарбувати їх у монети вищої вартості» (Дефо Д. Опыт о проектах / Д. Дефо // Пруцков Г. В. Введение в мировую журналистику. Антология в 2 т. Т. 1. — <http://www.evartist.narod.ru>).

¹¹⁹ Короля звинувачували в тому, що він чужоземець, який погано розмовляє англійською. А Дефо заявив у памфлеті, що всі аристократичні династії в Англії — це лише суміш норманських піратів і французьких лакеїв, тому безглуздо висловлювати ворожість до короля за те, що він народився в Голландії, а не в Англії.

Перші акціонерні компанії в Англії

Незабаром після Славної революції почався бум заснування нових акціонерних компаній. У той час для створення компанії потрібно було лише зареєструвати патент. Серйозність намірів засновників та їхні капітали ніхто не перевіряв. Одразу після реєстрації патенту нова компанія могла починати продавати частки акціонерного капіталу (англ. shares), які були прототипом акцій (англ. stock), що з'явилися дещо пізніше.

На той час акціонерні компанії існували в Англії вже досить давно. Перші «колоніальні компанії» виникли ще в середині XVI ст., серед них найвідоміша британська East Indian Company, а також Royal African Company, Hudson Bay Company та інші. Ці привілейовані колоніальні компанії були засновані завдяки королівським грамотам, які надавали право монопольної торгівлі в певній частині світу (саме так була заснована британська Ост-Індська компанія). Оскільки юридичною основою створення перших акціонерних компаній була королівська грамота — хартія (royal charter), такі компанії називали chartered company. Це були як привілейовані «регульовані компанії» (regulated companies), створені на основі партнерства (partnership), так і акціонерні компанії (joint stock companies), засновані на об'єднанні капіталів учасників.

У колоніальній торгівлі потреба в захисті від збройних нападів гуртувала купців і сприяла поширенню корпоративних форм. Цим потребам найкраще відповідала форма привілейованої торговельної компанії. Такі колоніальні компанії, що мали монопольне право торгівлі, були вигідними для правителів національних держав. Відомо, що англійська королева Єлизавета отримувала особистий прибуток від діяльності таких компаній. До того ж привілейованими компаніями було легше керувати.

У той час в Англії публікували безліч памфлетів, автори яких (сьогодні в основному мало відомі) висловлювали обування монопольним становищем таких компаній, завдяки чому ті мали величезні прибутки¹²⁰. Згодом заснування компаній на основі королівської хартії стали використовувати дедалі мен-

¹²⁰ Реальну діяльність привілейованих компаній майже не аналізували, а самі памфлетисти являли собою досить строкату групу, у якій були підприємці, що хотіли створити банк, і колоніальні авантюристи, і захисники приватних інтересів (наприклад, Ост-Індської компанії). З XVII століття в Англії видавалася велика кількість газет, які охоче публікували ці памфлети.

ше, хіба що для некомерційних і благодійних організацій. А комерційні компанії створювали на основі законодавчих норм і затвердженого статуту, тому їх називали *statutory company*.

Пов'язані з колоніальними компаніями підприємці сформували наприкінці XVI століття впливовий шар торговельного істеблїшменту лондонського Сіті, який мав дедалі більший вплив на політичну еліту і став одним з основних ініціаторів Англійської революції 1642–1649 рр., а потім і Славної революції 1688 р.

Однак до 1690 р. акції перших англійських компаній ще не продавалися й купувалися вільно, а їхніми власниками не могли бути іноземці. Акціями (переважно великими пакетами) володіли заможні особи, а спекуляції акціями ще не існувало. Кількість власників акцій була тоді обмежена. Тільки незначна кількість багатих представників еліти мали річний дохід близько 100 тис. фунтів. Дрібний чиновник одержував 10 фунтів на рік, а кваліфікований робітник близько 40–50 фунтів на рік. Тих, хто мав річний дохід 300–500 фунтів, можна було вважати досить заможними.

Правила обігу акцій змінилися з 1690 р., через два роки після фінансової революції. Тепер акції стали вільно купуватися й продаватися. Їхня популярність була дуже високою — усі вважали вкладення заощаджень у ці цінні папери вигідною справою. У британській Ост-Індській компанії ті, хто у 1660 р. інвестував свої капітали в акції, у 1688 р. тільки лише від росту курсової вартості мали прибуток у 1200 %, і це не рахуючи сум виплачених дивідендів.

З червня 1691 р. по жовтень 1693 р. тривав новий засновницький бум — за цей час зареєстрували патенти для 61 нової компанії. З них 11 були пов'язані з підводними зануреннями і пошуками скарбів на затонулих кораблях. Інші компанії також були далекі від реальної виробничої чи комерційної діяльності, а мета заснування була проста — завдяки рекламі підвищити ціни на акції (точніше, паї) і максимально вигідно їх продати — наприклад, по 60 фунтів при номіналі 15 фунтів.

До кінця 1695 р. в Англії вже було 150 акціонерних (або «публічних», як їх тоді називали) компаній із сукупним капіталом 4,2 млн фунтів. Щоправда, 75 % цього капіталу належали іншим великим компаніям — Bank of England, Million Bank, East Indian Company, Royal African Company, Hudson Bay Company, New River Company.

Тим часом в уряді Вільгельма Оранського, створеному під час Славної революції 1688 р., почалися проблеми. Через війну з Іспанією, яка спричинила величезні витрати, держава стала знижувати вміст дорогоцінних металів у монетах — така практика була в той час звичайною. Всі почали ховати повноцінні монети, і вони зникли з обігу. У 1694 р. взяти гроші в кредит у Лондоні було практично неможливо під жодні відсотки. Це позначилося на цінних паперах — державні облігації знизилися в ціні на 40%, особливо після того, як не вдалося розмістити державну виграшну позику. Акції Hudson Bay знизилися ще більше, майже удвічі (на 70–90%), East Indian Company — більш ніж у п'ятеро. Багато дрібних акціонерних компаній припинили своє існування, насамперед ті, які створювали для пошуків затонулих кораблів зі скарбами¹²¹.

Втім, незважаючи на ці труднощі (а може, саме завдяки їм) у сфері державних цінних паперів відбулися важливі зміни. У 1693 р. парламент запровадив гарантії за державними облігаціями. А в 1694 р. Банк Англії — приватний акціонерний банк зі швидко зростаючим впливом — не тільки розмістив свої акції, але й одержав монополію на ведення банківської діяльності в країні за умови надання уряду позики 1,2 млн фунтів (щорічні відсотки за цією позикою становили 100 тис. фунтів). У 1696 р. в обігу з'явилися казначейські векселі, а в 1697 р. Банк Англії конвертував державний борг у свої акції. А з 1704 р. за прикладом Нідерландів усі державні боргові папери можна було передавати, тобто купувати й продавати. Таким чином створили основу для масового ринку цінних паперів. Однак на практиці продати державні боргові папери було майже неможливо на відміну від акцій, і навіть у разі зміни власника відсотки за облігаціями продовжували надходити первісному власникові. Акції щодо здатності до обігу мали явну перевагу.

На початку XVIII століття, коли відбувалося розширення британського впливу в міжнародній торгівлі, в Англії було вже більш сорока колоніальних компаній. Поширення таких компаній призвело до наростання ажіотажу навколо спекуляцій акціями, в яких брали участь представники аристократії. Особливо сильний спекулятивний ажіотаж у 1720-ті роки був

¹²¹ Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. — London, 1873 (Reprint — New York: Scribner, 2005, 2008). — P. 37.

пов'язаний з «Компанією Південного моря»¹²². Засновники компанії обіцяли інвесторам чималі прибутки від торгівлі з Південною Америкою, яку компанія обіцяла організувати у великих обсягах. Завдяки цьому ціни на акції компанії швидко зросли, однак реальної торгівлі так і не було. Тому через деякий час цей грандіозний спекулятивний бум закінчився грандіозним крахом. Хоча це був лише один з багатьох спекулятивних пузирів, що поширилися в Англії в ті роки¹²³, але за масштабом і залишеному в історії сліду він перевершував усі інші буми й крахи.

Втім, скандал навколо Компанії Південного моря, так само як банкруства інших колоніальних компаній, не змінили загальних тенденцій економічного зростання. І в XVIII столітті в Англії продовжували розвиватися акціонерні товариства, пов'язані зі створенням внутрішньої транспортної системи, будівництвом каналів і промисловим виробництвом. Адже ця країна, перетворившись на величезну фабрику, що працювала на весь світ, зробила акцент на саме промисловий сектор економіки.

Після прийняття у 1720 році Акту про «мильні пузири» (Bubble Act) одержати королівську грамоту про інкорпорацію або відповідний акт парламенту, потрібні для заснування акціонерного товариства, стало набагато складніше. Тому в XVIII столітті англійські компанії реєстрували найчастіше у формі партнерства (partnership), а пізніше у формі «довірчої компанії» (settlement company). Найпоширенішою формою організації підприємців стало партнерство — командитне товариство, для створення якого було достатньо двох або більше людей, один з яких ніс перед кредиторами необмежену відповідальність. Для заснування такого товариства не потрібно було ніяких ліцензій або хартії. Переважали невеликі товариства — «приватне партнерство» (private partnership). А великі компанії, у яких було багато учасників — «публічне партнерство» (public partnership), стали попередниками сучасних limited liability companies — товариств із обмеженою відповідальністю.

¹²² Південним морем тоді називали частину Атлантики біля берегів Південної Америки.

¹²³ За декілька років до початку загального спекулятивного буму на британському троні почала правити нова гановерська династія германського походження, влада короля була ще більше обмежена, а роль парламенту зросла. У цей час Велика Британія, яка об'єднала Англію й Шотландію, була єдиною європейською країною, що мала діючий парламент, політичні партії та вільну пресу. Усе це надавало спекулятивним скандалам 1720-х років політичне забарвлення і робило їх частиною боротьби різних політичних угруповань.

Спекулятивний бум 1790-х років навколо акцій каналів

Крах Компанії Південного моря на деякий час зменшив ентузіазм британських інвесторів і бажання мати справу з акціями. Нова хвиля спекулятивного ажіотажу почалася лише у 1790-ті роки, коли модною новинкою стало будівництво каналів. В Англії перший канал довжиною 30 миль побудували у 1768 р. Канали значно спрощували і зменшували вартість транспортування вугілля, промислових товарів і сільськогосподарської продукції. Тому за два десятиліття їх проклали тисячі миль.

Канали приносили високий прибуток, тому компанії, які їх будували, обіцяли своїм акціонерам високі дивіденди. Акції цих компаній опинилися в центрі уваги британського суспільства, і в 1790-ті роки розпочався новий спекулятивний бум, що досяг свого піку у 1792–1793 рр.

Інвестиції в акції каналів стали настільки популярною темою, що газети були переповнені оголошеннями про збори акціонерів і послуги брокерів, які пропонували свою допомогу з придбання акцій каналів. Бум завершився в січні 1793 р., коли Франція оголосила війну Англії. Втім, початок війни був лише поштовхом, тому що існували ще й інші, економічні причини.

Перші канали справді були потрібні та економічно виправдані, тому прибутковість вкладеного в них капіталу досягала 50%. Однак під час буму і заснування багатьох нових компаній, що прокладали канали, частина їх вже не були економічно вигідні. Тому прибутковість інвестицій знизилася до 5%. Таку прибутковість мали державні облігації, тому інвестори втратили інтерес до цінних паперів компаній, які будували канали.

Лондонська біржа

Після перемоги Англії в конкурентній боротьбі з Голландією за пріоритет у морській торгівлі (а також зниження значення амстердамської біржі з початку XIX ст.) основним центром міжнародного ринку цінних паперів стала лондонська біржа (London Stock Exchange). Формально її відкрили у 1801 р., хоча передісторія біржі почалася ще у 1554 р., коли заснували Королівську товарну біржу (The Royal Exchange). З 1690-х

років на біржі почали здійснювати операції з державними цінними паперами, а також акціями акціонерного Банку Англії та інших компаній. Втім, асортимент паперів, які можна було придбати на біржі, був ще дуже обмеженим — акції East Indian Company, Royal African Company, Hudson Bay Company. Спершу загальна кількість операцій з цими акціями не перевищувала 300–400 на рік, але невдовзі ринок акцій почав дуже швидко зростати, а кількість їхніх власників збільшилася до 5000. Основною причиною цього стала війна із Францією, що частково порушила звичні потоки капіталів, пов'язані з міжнародною торгівлею. Власники капіталів почали шукати нові шляхи їх інвестування, вибравши для цього спершу акції колоніальних компаній, а з 1694 р. — акції Банку Англії¹²⁴.

Вибір інвесторів акцій Банку Англії не був випадковим — вони виявилися набагато надійнішими, ніж акції колоніальних компаній. Адже курси останніх зазнавали сильних коливань, що залежали від різних обставин, головним чином від того, чи вчасно прибули в порт кораблі з товарами. Якщо кораблі затримувалися (що було звичайною справою під час плавання у віддалені частини світу), серед інвесторів поширювалися чутки про можливі проблеми з доставкою товарів, тому курси акцій падали¹²⁵.

Лондонська біржа в той час була товарною, тому в 1698 р. брокерам, що працювали із цінними паперами, заборонили проводити свої операції на біржі. Після цього брокери почали збиратися у різних кав'ярнях, розташованих неподалік від біржі на вулиці Exchange Alley. Незабаром основним місцем

¹²⁴ Якщо звернутися до цифр, можна бачити, що в 1688 р. на ринку було проведено 624 операції з акціями East India Company, 101 — Royal African Company, 24 — Hudson's Bay Company. У 1691 р. — 3139 операцій, 928 і 92. У 1694 р. на ринку з'явилися акції Банку Англії (880 операцій за рік), і вони привертати до себе все більше уваги інвесторів (1695 р. — 1371 операція, 1698 р. — 2477). Операції з акціями East India Company скоротилися в 1698 р. до 1158, Royal African Company — до 737, Hudson's Bay Company — до 14 (Parkinson J. War, Peace and the Rise of the London Stock Market / J. Parkinson // The Political Economy of Empire in the Early Modern World / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. — L.: Palgrave Macmillan, 2013. — P. 131–132).

¹²⁵ Так було, зокрема, 29 квітня 1696 р. з акціями East Indian Company, курс яких знизився до 54 фунтів від номіналу 100 фунтів. Коли 13 травня в одній з лондонських газет, Protestant Mercury, з'явилося повідомлення, що кораблі скоро мають прибути, курс одразу зріс до 58 фунтів. Після того як 21 травня кораблі прибули в порт, за повідомленнями газети Flying Post курс акцій одразу досяг 67 фунтів.

зустрічей стала кав'ярня Jonathan's Coffee House (відкрита Джонатаном Майлсом у 1680 році) на Exchange Alley. Коли ці зустрічі стали регулярними, були призначені спеціальні дні для проведення взаємних розрахунків. Учасники цих зустрічей вирішили у 1762 році організувати брокерський клуб і придбали окремий будинок на Sweeting's Alley. Так виникла ідея створити окрему від Royal Exchange біржу цінних паперів, назвавши її The Stock Exchange. Поява нової біржі одразу привернула у Лондоні загальну увагу, і на біржі з'явилося багато нових учасників. У 1801 р. біржа, що нараховувала вже 550 членів, почала працювати в новому будинку і отримала свою сучасну назву — London Stock Exchange¹²⁶.

Незабаром за обсягом операцій Лондонська біржа перевершила Паризьку. А коли після початку в 1789 р. Французької революції Паризьку біржу закрили в 1793 р., а в 1795 р. Амстердам окупували французькі війська, дві основні європейські біржі, Паризька й Амстердамська, вже не могли продовжувати свою роботу. Багато банкірів і брокерів, особливо амстердамських, емігрували в Лондон зі значними капіталами. Так Лондонська біржа перетворилася на основний фінансовий центр і для європейської, і для загальносвітової торгівлі, а Лондон став загальносвітовим фінансовим центром — «столицею капіталу». У пошуках нових вигідних можливостей багато іноземних комерсантів і фінансистів приїжджали в Сіті, діловий центр Лондону, де із середини XVIII ст. сформувалася розвинена фінансова інфраструктура й стали доступні різноманітні фінансові послуги¹²⁷.

Так на початку XIX століття Лондон перетворився на основний фінансовий центр Європи, замінивши Амстердам. Але більша частина цінних паперів, що перебували в обігу на британському ринку, ще не була міжнародною, а сам цей ринок до 1820 р. не дуже привертав увагу іноземних інвесторів. На початку XIX ст. учасниками торгів на Лондонській біржі були в основному місцеві підприємці, а операції проводилися переважно з англійськими державними облігаціями, а також акціями Банку Англії й британської Ост-Індської компанії.

¹²⁶ На згадку про кав'ярню Джонатана в жовтні 1996 року в сучасному будинку Лондонської біржі з'явилося Jonathan's Cyber Cafe.

¹²⁷ У той час на біржі найвідомішими були одні з перших її членів Абрахам і Бенджамін Голдсміти, які прославилися у 1792 році успішним розміщенням облігацій чергової державної позики.

Франція: фінансова система й цінні папери

Ставлення до фінансів у Франції

На початку XIX століття Франція мала не менш розвинену фінансову систему, ніж Англія (операції із цінними паперами стали систематичними на французькому ринку з початку XVIII століття), але тенденції розвитку фінансових систем у цих країнах значно відрізнялися. Характерні риси французької економічної моделі стали проявлятися ще з кінця XVIII століття, а в часи Наполеона вони вже сформувалися.

Основним джерелом фінансових ресурсів у Франції були податки, що породило специфічну відкупну систему, у якій фінансисти купували права на збирання податків. Ще одним важливим джерелом надходжень у скарбницю був продаж патентів на державні та військові посади. Відкупники податків, як і особи, що купували посади, вкладали свої гроші в існуючий державний порядок, тому роль держави у фінансовій системі Франції завжди була значно більшою, ніж в Англії. І якщо британський промисловий розвиток найчастіше залежав від ініціативи підприємців, то у Франції він потребував державного фінансування, що гальмувало загальне економічне зростання. Особливістю державних фінансів, як і всієї фінансової системи Франції під час «старого режиму» — до Великої французької революції, було абсолютне домінування королівської влади та, відповідно, максимальна централізація. Незважаючи на те, що ця система була дестабілізована під час революції (одним із завдань якої були перетворення у сфері фінансів), загальна тенденція централізації у Франції зберігалася і потім.

Однак, незважаючи на все це, державний лад Франції, особливо за часів Людовика XIV (1638–1715), можна було назвати «абсолютизмом, охопленим хаосом». Кольбер, головний радник Людовика, хоча й не виступав проти підприємництва, був переконаним прихильником державного втручання в економіку. Він вважав, що економічний розвиток залежить від своєчасно виданих урядових циркулярів. Саме за часів Коль-

бера виникло відоме поняття *laissez-faire* (точніше, *laissez-faire, laissez passer* — «нехай люди роблять свої справи, і нехай справи йдуть своїм звичаєм») — принцип невтручання держави в економіку. Такими словами відповів один із підприємців (за однією версією — заможний купець Франсуа Лежандр, за іншими — інтендант торгівлі Венсан Гурне або маркіз Марк д'Аржансон), коли на зборах промисловців Кольбер запитав їх, чим він може допомогти розвитку підприємництва.

У XVI–XVIII ст. Франція була країною частих дефолтів (1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788 рр.). Під час кожного чергового дефолту за зовнішнім боргом король зазвичай страчував декількох найбільших внутрішніх кредиторів з метою «реструктуризації боргу» (яку народ називав «кровопусканням»), а міністр фінансів Франції (1768–1784 рр.) абат Тьєрі із цього приводу заявляв, що уряд має хоча б раз на сторіччя проголошувати дефолт для «відновлення рівноваги»¹²⁸.

У 1774 р. на момент вступу на престол нового короля Людовика XVI, який призначив міністром фінансів А. Тюрго, дефіцит бюджету Франції досягав 48,5 млн ліvrів, і серед найбільших великих витрат була сплата державного боргу — 23,9 млн ліvrів. Попередники Тюрго, одного з основоположників економічного лібералізму, значною мірою підірвали довіру до Франції як до надійного боржника, але Тюрго вдалося відновити державний кредит — голландські банкіри запропонували йому позику в 60 млн ліvrів під 4 %. Тюрго планував використати цю позику для покриття дефіциту бюджету.

Тюрго мав великі плани з реформування французької фінансової системи, частиною яких було заснування 24 березня 1776 року першого акціонерного банку (у формі партнерства з обмеженою відповідальністю) *Caisse d'escompt* («Облікова каса»), що мав право випуску банкнот. Однак незабаром Тюрго опинився в немилості, і 12 травня 1776 року його усунули з посади за особистим наказом короля. Банк *Caisse d'escompt* також проіснував недовго й збанкрутував після того, як у 1790 році уряд визнав асигнації офіційним законним платіжним засобом, що призвело до їх швидкої девальвації.

¹²⁸ Рейнхарт К. М. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / К. М. Рейнхарт, К. С. Рогофф. — М.: Карьера Пресс, 2010. — С. 109.

Військові витрати французької держави досягали 80 % державного бюджету. Таке значення військових витрат було звичайним у той час для всіх держав, але у Франції та Англії вирішували цю проблему по-різному. Адже шляхи розвитку фінансових ринків у цих державах відрізнялися. В Англії після фінансової революції 1688 р. можна бачити лібералізацію фінансових операцій і ринкових відносин. А у Франції збільшували податки і прагнули до більш суворого державного регулювання — всі фінансові питання вирішував король. Тому всю історію розвитку фінансової системи у Франції можна образно називати тріумфом держави, а в Англії — тріумфом громадянського суспільства.

Такий підхід особливо посилювався після грандіозного скандалу початку XVIII ст. навколо колоніальної Компанії Індій (*Compagnie des Indes*), що рекламувала освоєння Луїзіани, французької колонії в Північній Америці. Компанія була пов'язана з іменем знаменитого авантюриста Джона Ло і грандіозним спекулятивним пузирем, одним із найбільших в історії Франції. Проект шотландця Ло багато в чому нагадував британську «Компанію Південного моря». Тут також важко було провести межу між аферами та інноваційними фінансовими ідеями. Як і в Англії, курс акцій компанії Ло вдалося неймовірно підвищити, створивши на них ажіотажний попит. Закінчилося все грандіозним банкрутством. Після нього у Франції тривалий час зберігалася підозріла ставлення до будь-яких фінансових інновацій.

Втім, уже у другій половині XVIII століття, незважаючи на зовсім недавні фінансові потрясіння під час краху Джона Ло, у Франції знову розпочався акціонерний бум і стали створювати акціонерні компанії з усіма тими самими недоліками, що й за часів Ло. Компанії займалися різноманітною діяльністю, а уряд надавав їм усілякі монополії й привілеї. Напередодні Великої французької революції основний спекулятивний ажіотаж був пов'язаний з акціями *Caisse d'escompte*, *Nouvelle Compagnie des Indes*, а також різних страхових компаній. Можливо, цей бум розростався б і надалі, але його перервала Велика французька революція, яка почалася у 1789 р.

Заснування Паризької біржі

Хоча основною фінансовою столицею Франції тривалий час був Ліон, знаменитий середньовічними ярмарками й біржею, у Парижі валютні операції здавна проводили на мосту Pont-aux-Changes серед крамничок ювелірів. Коли паризьким міняйлам стало тісно на мосту, вони перебралися в Палац правосуддя, а потім на вулицю Quincampoix, яка стала дуже популярною під час спекулятивного скандалу, пов'язаного з іменем Джона Ло.

Попередниками біржових маклерів у Франції можна вважати *coutratiers* (від латинського *cungere* — бігати, метушитися), які з'явилися ще з початку XIV ст. А історія перших біржових зборів починається у 1304 р., хоча офіційно біржі відкрили набагато пізніше. Найдавніша французька біржа почала працювати у 1530 р. в Тулузі у той самий час, що й перші біржі в Брюгге, Антверпені та Амстердамі.

У Парижі першу офіційну біржу заснували у 1563 р. і спершу вона містилася в будівлі судової палати. Потім королівським указом від 1 серпня 1720 р. її перенесли в старий будинок Hotel de Soissons. Коли за часів Джона Ло на біржі поширилася спекуляція, відведених на укладання угод годин стало недостатньо. Біржу спробували закрити, але це тільки посилювало спекуляцію. Незважаючи на загрозу тюремного ув'язнення й штрафу в 1000 екю, спекулянти збиралися недалеко від біржі, де укладали угоди до пізньої ночі, попри всі спроби поліції їх розігнати й навіть тимчасове закриття біржі.

24 вересня 1724 р. королівським указом Паризьку біржу знову відкрили, і вона продовжувала роботу в будинку Hotel de la Compagnie des Indes, а 10 травня 1795 р. біржу перенесли до Лувру. Потім вона ще декілька разів змінювала своє місце. Разом із цим переміщувалися й неофіційні маклери, які збиралися в прилеглих кав'ярнях. Ці збори парижани називали «маленькою біржею». У першій половині XIX століття місцем зустрічей неофіційних маклерів стала кав'ярня Тортоні, потім — Оперний Пасаж (Passage de l'Opera). Вигнані звідти поліцією у 1849 р., вони почали збиратися на Італійському бульварі — Boulevard des Italiens¹²⁹.

¹²⁹ Маленькая парижская биржа // Финансовое обозрение. — 1874. — № 8. — С. 126.

У роботі біржі встановили численні обмеження, спрямовані на запобігання спекулятивним угодам, хоча ці обмеження гальмували загальний розвиток фінансового ринку. Наприкінці XVIII ст. операції проводилися в основному із французькими державними цінними паперами, білетами королівської лотереї й акціями декількох колоніальних компаній (переважно голландських Ост-Індської та Вест-Індської). На біржі офіційно мали право на операції тільки 60 маклерів — *agents de change*, які користувалися послугами більше 420 найманих клерків. Ці обмеження особливо посилювалися після спекулятивних операцій Джона Ло і пояснювалися метою уникнути ризиків спекуляції.

Після закінчення наполеонівських війн в котируваннях Паризької біржі крім державних облігацій та білетів королівської лотереї з'явилися муніципальні облігації, а також цінні папери французьких страхових компаній¹³⁰. У цей перший період історії Паризької біржі, пов'язаний з нагромадженням капіталу (він тривав до 1848 р¹³¹), кількість найменувань акцій у котируваннях була невеликою (вона зросла з 2 у 1805 р. до 17 у 1825-му). Спершу це були акції банків, і тільки у 1840-ві роки починають з'являтися цінні папери транспортних компаній, які будували канали, а потім і залізниці. Значення акцій стало швидко збільшуватися у 1840-ві роки (60 найменувань у 1845-му)¹³².

«У всьому, що стосується біржі... положення Англії й Голландії виключає будь-яку можливість порівняння із Францією». Біржі цих країн «відкриті величезним комерційним операціям разом із продажем і придбанням публічних фондів. На них щодня сходяться найбільш шановані комерсанти, тоді як комерсанти й банкіри Парижу ніколи не показуються на біржі», тому що вони «повинні уникати спілкування з авантюристами», які стікаються на Паризьку біржу, «приваблені спокусою швидкого й легкого прибутку». Угод на термін в Лондоні та

¹³⁰ Першу страхову компанію у Франції створили для морського страхування ще у 1668 р., за двадцять років до організації в Англії відомої страхової компанії Ллойда.

¹³¹ Другий і третій період в історії були в 1849–1870 рр., в епоху розквіту вільної торгівлі, і в 1871–1913 рр., час експорту капіталу.

¹³² У котируваннях було 2 найменування акцій у 1805 р., 3 — у 1810 р., 2 — у 1815 р., 9 — у 1820 р., 17 — у 1825 р., 21 — у 1830 р., 20 — у 1835 р., 41 — у 1840 р., 60 — у 1845 р. (Arbulu P. *La Bourse de Paris au XIX^e siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent* / P. Arbulu. — Paris: Éditions Connaissances et Savoirs, 2007. — P. 31, 37).

Амстердамі «набагато більше, ніж у Парижі», і саме завдяки їм вдається забезпечувати фінансовими ресурсами Європу, «не кажучи вже про спекуляцію, яка займається державним боргом двох країн, незрівнянно більшим ніж борг Франції»¹³³.

Хоча Паризька біржа поступалася Амстердамській та Лондонській, у другій половині XVIII ст. Париж став великим центром міжнародної торгівлі, пов'язаної переважно із двома десятками найбільших приватних банків, що дістали в той час назву *haute banque* — вищої верстви приватних банкірів. У той час як в Англії розвивалася система провінційних акціонерних банків, у Франції переважали приватні банкірські дома (51 у 1721 р. і більше 70 у 1780 р.), які надавали широкий спектр фінансових послуг¹³⁴. Загальний економічний потенціал Франції зріс, і золотий запас країни оцінювався наприкінці XVII століття в 39,4 млн фунтів (золотий запас Англії — 17,5 млн фунтів). Однак надмірне державне регулювання призводило у XVII–XVIII ст. до того, що через маніпуляції з курсом національної валюти вона не дуже котирувалася на біржі Амстердаму.

Французька революція та економічна політика Наполеона

Напередодні революції 1789–1799 рр. Франція посідала друге місце у світі після Англії за обсягом промислового виробництва, однак залишалася переважно аграрною країною — з 26 млн населення 85 % були селянами. Земельна аристократія разом з усім землеробським середовищем були основною опорою старого режиму й консерватизму. Як і всі консерватори, вони прагнули до спокою і стабільності. Їхня влада трималася на використанні вже наявних способів збагачення і на недовірі до всього нового. Усе це характерно для наростаючого стану занепаду і вже не раз було в історії, але консерватори не хотіли це визнавати. А може, просто не мог-

¹³³ Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. А. Васильев. — СПб.: Тип. Ю. Н. Эрлих, 1912. — С. 86.

¹³⁴ Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 24–25, 29–30.

ли побачити, тому що природне й цілком зрозуміле прагнення до самозбереження було для них важливішим. Однак ці кола були дуже інертні, тому вони не могли конкурувати з новими людьми, які піднялися під час революції. Фінансисти та власники великого капіталу, пов'язані з революцією, виявилися сильнішими за земельну аристократію, тому що вони були більше відкриті новому, більше здатні до змін.

У Франції революція не тільки торкнулася економічної й політичної системи, але в неї були залучені значні маси населення (тому її називають Великою французькою революцією). Усе це призвело до глибоких соціально-політичних катаклізмів, які стосувалися і фінансистів. Деяких з них стратили, інші зазнали переслідувань.

Після революційного періоду фінансова система й ринок цінних паперів у Франції досить швидко відновилися завдяки директивному регулюванню економіки під час правління Наполеона. Коли імператор прийшов до влади, він хотів впорядкувати фінансову систему Франції. Вона перебувала в нестабільному стані, і тому Наполеона постійно переслідувала манія централізації.

Ще до початку Великої французької революції фінансова система Франції зазнавала значних труднощів, пов'язаних із надмірними військовими витратами. У 1775 році почалася американська війна за незалежність. Франція взяла участь у ній в 1778 році. Британський король Георг III добре розумів, що ця війна, як і попередня, стане війною кредитів. Це розумів і французький міністр закордонних справ Вержен, але об'єктивно французька фінансова система перебувала в поганому стані. Не дивно, що Наполеон одразу зустрівся з серйозними фінансовими проблемами, які нагромадилися протягом двадцяти років — борги «старого режиму» досягали 45,9 млн франків. Однією із причин масового незадоволення у Франції, яке допомогло прийти до влади Бонапарту, були великі заборгованості за 5 % пенсійними ануїтетами. У них вклала свої заощадження значна частина населення (особливо в Парижі), а виплати не проводили майже десять років. Однак створення кредитної системи Наполеон або «не хотів, або не вмів приступитися». Він «не тільки не хоче використовувати позики, але й систематично їм опирається, і ніби відчуває особисту ненависть до всіх кредитних справ і людей, які цим займаються». Імператор казав, що ніхто з його підданих «не повинен мати більше

3 000 000 франків вільного капіталу», оскільки «був переконаний, що використання кредиту веде державу до неминучої загибелі». А міністр фінансів Наполеона погоджувався з ним у тому, що «кредитна система... поглинає всі надії майбутніх часів боргами, які неможливо повернути»¹³⁵.

Так само підозріло імператор ставився до обігу паперових грошей. У результаті проведеної ним грошової реформи Франція позбулася асигнацій, курс яких настільки знизився, що становив 2–3 % номіналу. Наполеон створив у Франції цілу школу супротивників кредиту, обравши шлях збільшення податків і посилення централізованого впливу держави на економіку. Це потім мало вплив на всю історію фінансової системи й ринку цінних паперів. А подолання проблеми численних спекулятивних зловживань у тогочасній Франції здавалося йому можливим лише за допомогою посилення державного регулювання й контролю. Негативне й насторожене ставлення до комерції Наполеона, який бачив «у сучасних ідеях і... у самій цивілізації наче особистого ворога», призвело до того, що «чоловік у Європі знову піднісся над купцем»¹³⁶. Наполеон казав, що гроші не мають батьківщини, а фінансисти не мають ні патріотизму, ні чесності, тому що їхня єдина мета — збагачення¹³⁷. Тому він уважав фінансистів «бичем і проказою нації», але обійтися без них не міг, як не міг обійтися без грошей і кредитів.

Щоб поліпшити стан фінансової системи, було вирішено укласти нову державну позику на 12 млн франків. Недавно призначений міністр фінансів М. Годен¹³⁸ 24 листопада 1799 року організував у Люксембурзі зустріч із декількома великими паризькими банкірами, але переговори не призвели до успіху. Тоді за наказом Наполеона створили Банк Франції з капіталом 30 млн франків, який розпочав роботу 20 лютого 1800 р. і випустив 30 000 акцій по 1000 франків. Закон від 14 квітня 1803 р. надавав банку монопольне право грошової емісії, у чому ще раз проявилася прагнення Наполеона до максимальної централізації фінансової системи. З одного боку, це

¹³⁵ Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. — М.: Статут, 1998. — С. 362.

¹³⁶ Ницше Ф. Веселая наука / Ф. Ницше // Соч. в 2 т. Т. 1. — М.: Мысль, 1990. — С. 688–689.

¹³⁷ Згадуються відомі й трохи двозначні слова Шарля Монтеск'є: «Фінансисти підтримують державу так само, як мотузка підтримує повішеного».

¹³⁸ Мартин-Мішель Годен (1756–1841), міністр фінансів в 1799–1814 рр.

прагнення надало можливість імператору зосередити у своїх руках великі фінансові ресурси. А іншого — загальмувало розвиток банківської системи у Франції, особливо мережі провінційних банків. Наприкінці правління Наполеона відсталість французької банківської системи в порівнянні з англійською стала вже очевидною.

Гроші були одним із найважливіших союзників Наполеона, і йому вдавалося фінансувати п'ятнадцятирічні війни, що потребували величезних витрат. Військові експедиції в Єгипет, у Санта-Домінго, продаж Луїзіани (французької колонії в Північній Америці) — усе це було спрямовано на поповнення скарбниці та забезпечення фінансування війн. Іспанія, яка наприкінці 1804 р. оголосила Англії війну, надала Наполеону субсидію в 48 млн франків; продаж Луїзіани — ще 50 млн франків, але цього було недостатньо для Франції, тому що державний бюджет становив 500 млн франків у мирний час і 800 млн у військовий. Оскільки Наполеон відмовився від підвищення податків, йому потрібні були додаткові джерела доходів, які могли надати тільки великі французькі фінансисти, такі як Уврар, Деспрез та інші, адже вони мали зв'язки з великими приватними банкірами Амстердаму. Зокрема, Габріель Уврар фінансував постачання армії (тільки для постачання військово-морського флоту Франції Уврар одержав контракт на 64 млн золотих франків).

У 1806 році була відновлена діяльність генеральних ревізорів і урядових чиновників, що збирали податки. А після видання закону про бюджет від 24 квітня 1806 року почався випуск облігаційної позики на 60 млн франків (6 000 облігацій по 10 000 франків). Високу вартість облігацій встановили навмисно з метою запобігти їхньому надмірному й неконтрольованому обігу. Надалі такі позики повторювали, і з 1806 по 1813 р. казначейство отримало за ними 377 млн франків¹³⁹.

¹³⁹ Наполеону вдавалося тривалий час фінансувати свої військові проекти, у чому крім Г. Уврара та інших фінансистів була чимала заслуга міністра фінансів М. Годена. Особистими фінансами імператора займався банкір Лаффіт. Відомо, що Наполеон купував великі пакети цінних паперів, зокрема 1000 акцій Банку Франції на суму 1260 тис. франків; 38 акцій Каналу де Міді на 380 тис. франків, 180 акцій каналів d'Orléans і du Loing на суму 1800 тис. франків, а також акції des salines de l'Est на 388 тис. франків (Branda P. *Le prix de la gloire: Napoléon et l'argent* / P. Branda. — Paris: Fayard, 2007. — P. 383, 394–395).

Наполеон, незважаючи на його насторожене ставлення до кредиту, постійно шукав різні безпечні способи одержання фінансування, і наприкінці його правління загальний обсяг кредитів досягав 706 млн франків (з них 327 млн — в облігаціях різних позик і пенсійних анuitетах). Загалом за період війн імператорові вдалося зосередити у своїх руках більше 4 млрд франків, зокрема завдяки оптимізації податкової системи.

Біржу, цей «барометр суспільної думки»¹⁴⁰, закрили 23 березня 1793 р. під час революційних подій, а відновила свою роботу вона у 1801 р. Наполеон видав указ про будівництво нової будівлі для неї, а Комерційний кодекс («Code de Commerce») 1807 року зафіксував норми єдиного біржового права. Однак імператор із побоюванням ставився до біржі, здатної впливати на політику держави. Наполеон не раз говорив, що для паризьких біржових ділків немає нічого святого, а засоби їхнього збагачення засновані на неправді. Мабуть, він вважав, що такої аморальності не було на біржах Амстердаму чи Лондону. А може, вважав такими всіх біржовиків.

Для Паризької біржі, знаменитої не стільки присутністю відомих фінансистів, скільки скупченням авантюристів, звичайним було коливання курсу державних цінних паперів на 2–3% протягом дня, що важко було уявити на Лондонській біржі. Позабіржовий паризький ринок, так звана «куліса», де проводили не дозволені законом операції, взагалі не контролювався державою. Це особливо не подобалося Наполеону, який спробував ліквідувати «кулісу» в 1809 році. Однак позабіржовий ринок знову відновив свою діяльність після 1815 р. У роботі біржі запровадили інші обмеження — біржових маклерів позбавили права створювати товариства з обмеженою відповідальністю, а спеціальна біржова поліція контролювала роботу біржі. Операції з іноземними цінними паперами повністю заборонили.

Так само насторожено Наполеон ставився й до самої ідеї вільного ринку, настільки природної для британців. У той час як в Англії фінансова система регулювалася саме на основі принципів вільної торгівлі й децентралізації, у Франції зосередилися на централізованому державному регулюванні. Завдяки цьому французький ринок цінних паперів справді набув чіткої організації.

¹⁴⁰ Флобер Г. Лексикон прописных истин / Г. Флобер. — <http://www.lib.ru>

Наполеон контролював усі основні фінансові центри континентальної Європи (Париж, Амстердам, Франкфурт, Геную, Венецію, Женеву) і найбільші порти (Антверпен, Геную, Парму, Марсель, Нант, П'яченцу, Гамбург), але він нічого не міг зробити з фінансовою могутністю «підступного Альбіону»¹⁴¹ — острівної імперії, вплив якої простягався на всі континенти.

У листопаді 1806 року, після перемоги над Пруссією, Наполеон вирішив оголосити «континентальну блокаду», заборонивши торгівлю країн континентальної Європи з Англією. Так він хотів позбавити Англію доступу до континентальних ринків збуту й створити вигідніші умови для французьких товарів. Але в континентальній блокаді була також фінансова мета — порушити найважливішу основу британського уряду, кредит. Наполеон хотів підірвати кредит Англії та виснажити джерело фінансування нової коаліції.

Ідея зруйнувати саму основу британського кредиту виникла ще в період революції, і важливе значення в цьому надавалося французькій окупації Амстердаму. У Франції вірили, що це порушить британський кредит і допоможе в усуненні фінансового дефіциту у Франції — адже Наполеон уважав, що той, хто володіє Амстердамом, тримає пістолет біля англійського серця.

Лондонська біржа справді дуже чутливо реагувала на перемоги й поразки Наполеона. Герой У. Теккерея Джон Седлі повністю збанкрутував після того, як втеча Наполеона з острова Ельба у 1815 році на деякий час радикально змінила стан справ на біржі. Втеча Наполеона з Ельби — «це не що інше, як змова й хитрий обман... у якому замішана половина європейських держав, — вони сплять і бачать, як би спричинити падіння державних паперів і розорити нашу країну»¹⁴².

Віра в те, що англійський кредит ґрунтується на фіктивному багатстві, вплинула на загальне підозріле ставлення Наполеона до кредиту — імператор уважав, що державний борг Англії підточував економіку країни¹⁴³. Своя логіка в цьому

¹⁴¹ Альбїон — давня назва Англії. У XIX столітті її називали не тільки «туманним Альбіоном», але й «підступним Альбіоном», маючи на увазі витонченість і лукавство британської дипломатії, яка не зупинялася ні перед чим для досягнення мети розширення глобальної імперії.

¹⁴² Теккерей У. Ярмарка тщеславия / У. Теккерей. — <http://www.lib.ru>

¹⁴³ А в Англії в цей час говорили про те, що пузир французьких фінансів неминує має лопнути.

була — окупація Амстердаму не тільки дестабілізувала всю фінансову систему XVIII століття, де Амстердам відігравав ключову роль, але й прискорила занепад цього найважливішого фінансового центру.

Наполеон почав досить небезпечну для себе гру, мабуть, не розуміючи до кінця природу фінансової могутності «підступного Альбіону». Нідерландські фінансисти без особливих проблем для себе переселилися в Англію разом зі своїми капіталами. Захоплення Амстердаму прискорило занепад цього фінансового центру, але не тільки не послабило фінансовий потенціал Англії, а й, навпаки, посилило його. Мобільний фінансовий капітал легко й швидко мігрував через кордони держав. А війна не тільки активізувала британську економіку й воєнну промисловість, посилюючи цим економічний потенціал Англії, але й прискорила переміщення капіталів з окупованої Наполеоном Європи на британський фінансовий ринок. Це допомагало перетворенню Лондону на світовий фінансовий центр. Із цим Наполеон нічого не міг зробити.

Державний борг Франції зусиллями Наполеона вдалося знизити з 3263 млн франків у 1793 р. (116,5 франка на душу населення) до 714 млн в 1802 р. (24,62 франка на душу населення). Однак потім він знову почав зростати і досягнув 1320 млн у 1816 р. (44,0 франків на душу населення). В Англії було інше ставлення до державного боргу, і правителів «підступного Альбіону» не дуже турбувало його зростання від 5894 млн франків у 1793 р. (492,17 франка на душу населення) до 13337 млн у 1802-му (833,56 на душу населення) і 21811 млн у 1816 р. (1147,94 на душу населення). До того ж континентальна блокада виявилася неефективною — в 1805 р. перед початком блокади обсяг британського експорту становив 51 млн фунтів, у 1810 році, коли зусилля з підтримки блокади були максимальні, — 62,7 млн. Британський експорт у Північну й Західну Європу справді скоротився з 16,65 млн фунтів у 1805 р. до 3,48 млн у 1811 р. Але в Південній Європі він зріс із 3,79 до 15,05, у колоніях — з 19,23 до 27,26¹⁴⁴.

Внаслідок континентальної блокади у Франції у 1810–1811 рр. почала посилюватися економічна криза, пов'язана з порушенням системи збуту товарів — адже всі морські тор-

¹⁴⁴ Branda P. Le prix de la gloire: Napoléon et l'argent / P. Branda. — Paris: Fayard, 2007. — P. 462, 464, 468.

говельні шляхи контролювали англійці. У Парижі почалися масові банкрутства. Боротися із кризою Наполеону було набагато важче, ніж з махінаціями французьких фінансистів¹⁴⁵. Вихід він бачив тільки в посиленні директивного керівництва економікою, у якому імператор дотримувався принципу: «Моя мета не в тому, щоб попередити банкрутство негоціантів, державних фінансів не вистачило б на це, а в тому, щоб перешкодити закриттю тієї або іншої мануфактури»¹⁴⁶. Однак він переоцінив можливості французької промисловості й економічної системи. У вирішальний період війни Наполеону просто не вистачило фінансових ресурсів, що стало однією з причин його поразки та відновлення влади королівської династії Бурбонів.

«Чого бракувало Франції? Успіхи... плоди мудрості... великі полководці... геній у науках, глибокі думки у законодавстві... Франція мала все, що вважають за потрібне, щоб встановити порядок... Бракувало кредиту, і від цього всі зусилля були марними»¹⁴⁷. Такою стала ціна недовіри Наполеона до кредиту й повного підпорядкування фінансової політики військовим цілям.

Англія, кредит якої так хотів підірвати Наполеон, вийшла із цієї боротьби переможцем, незважаючи на «фіктивний капітал», — почасти тому, що її фінансова система була більш адаптивною і за роки війни з Наполеоном ще більше зміцніла. «Фіктивний капітал», що лежав в основі англійського кредиту (і так бентежив Наполеона), відіграв не останню роль у більшій адаптивності британської фінансової системи. Усі ці відмінності в підходах до кредиту й «фіктивного капіталу», які так наочно продемонструвала фінансова політика Наполеона, за своїм значенням виходять далеко за межі історії фінансової боротьби Англії й Франції і пов'язані з базовими, основними засадами двох різних підходів до фінансових ринків.

Католицизму споконвічно властива більша ворожість до капіталізму, ніж протестантизму. У Франції вплив традиції

¹⁴⁵ Наприкінці січня 1806 р. з'ясувалося, що відомий промисловець і фінансист, мільйонер Габріель Уврар (1770–1846) і його компанія «Об'єднані негоціанти» заподіяли скарбниці колосальні збитки. Наполеон наказав Уврару віддати все вкрадене ним за останній час, обіцяючи в іншому разі негайний його арешт. Уврар повернув 87 мільйонів франків золотом.

¹⁴⁶ Тарле Е. В. Наполеон. Глава 11 / Е. В. Тарле. — <http://www.lib.ru>

¹⁴⁷ Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. — М.: Статут, 1998. — С. 362.

католицизму сформував суспільство, орієнтоване на державу, — на відміну від протестантської Англії, орієнтованої на громадянське суспільство. Система громадських організацій (яка є сполучною ланкою між окремими громадянами й державою) у Франції була розвинена слабо. Але без громадянського суспільства неможливе виникнення повноцінної ринкової економіки та стабільної демократії. З формуванням громадянського суспільства пов'язана тенденція до демократизації фінансових послуг і ринків цінних паперів. А також вихід на них великої кількості дрібних індивідуальних інвесторів, які створюють свого роду «демократію власників акцій» — демократію, засновану на особистій зацікавленості.

У 1815 р., після поразки Наполеона й закінчення періоду війн, у Франції відновили централізовану фінансову систему, почасти близьку до тієї, яка існувала до початку революції. Ця система, з характерним для неї підвищеним значенням державного регулювання, надалі дістала у Франції назву «класичної» і переважала протягом усього XIX століття.

Париж залишався не тільки основним у Франції центром підприємництва й ділових контактів, але й важливим центром світового ринку цінних паперів, який орієнтувався переважно на державні облігації. Хоча у 1814 р. на Паризькій біржі котирувалося лише 4 види недержавних цінних паперів, їхня кількість швидко зростала: до 13 — у 1820, 32 — у 1825 і 38 — у 1830 році¹⁴⁸. Конкурентна боротьба французького й британського ринків ще не була завершена на користь Англії, але шляхи розвитку ринків цінних паперів у Франції й Англії вже суттєво відрізнялися.

Дві моделі фінансових ринків

Індустріальна революція другої половини XVIII ст. і створення промислових підприємств потребували фінансування, яке надавав фінансовий сектор — банки й ринок цінних паперів. У цей час виразно проявилися відмінності двох фінансових культур і двох моделей фінансових ринків — англійської, яка стала тріумфом громадянського суспільства, і континенталь-

¹⁴⁸ Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. — М.: Финансы и статистика, 1997. — С. 61.

ної, що стала логічним продовженням принципу тріумфу держави. Ще М. Ф. Орлов у своїй роботі «Про державний кредит» (закінчена у 1832 р.) одним з перших спробував проаналізувати відмінності двох моделей, розглядаючи Англію як «приклад позитивний» і Францію як «приклад негативний»¹⁴⁹.

Формування двох фінансових культур і моделей фінансових ринків почалося ще у XVIII ст. і стало наслідком історичного розвитку суспільства й економічних систем цих країн. На початку XIX ст., коли під час активного промислового розвитку виникла потреба в акумуляції значних фінансових ресурсів, чітко виявилися відмінності англійської моделі, орієнтованої на фінансування через ринок цінних паперів, і французької моделі, орієнтованої на банківське фінансування.

У цей час в Англії сформувалася децентралізована модель фінансового ринку, у якій основним джерелом капіталів став випуск цінних паперів. Фінансова система Англії значно відрізнялася від французької й раніше, і ці відмінності пов'язані із самим менталітетом британців. Формуванню децентралізованої британської моделі фінансового ринку сприяли ідеї вільної торгівлі¹⁵⁰, втілені в загальновідомій книзі Адама Сміта «The Wealth of Nations»¹⁵¹, в якій автор критикував меркантилізм із його спробами активного контролю торгівлі з боку держави. В Англії ідеї політекономії, створеної А. Смітом, Д. Рікардо й Д. С. Міллем, мали значно більше поширення, ніж в континентальній Європі, де були сильними традиції меркантилізму. Британська модель втілювалася в принципах роботи Лондонської біржі й надалі поширилася в країнах англо-американської правової системи.

Англійські банки в першій половині XIX ст. у північних частинах країни іноді намагалися брати участь у фінансуванні розвитку промисловості, але в більшості випадків це призводило до збитків. Тому загалом британські банки не були зацікавлені у фінансуванні підприємств, орієнтуючись більше на надання короткотермінових кредитів. А коли в Англії почалося

¹⁴⁹ Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. — М.: Статут, 1998. — С. 332.

¹⁵⁰ У 1820 р. група лондонських підприємців звернулася до парламенту із проханням дозволити вільну міжнародну торгівлю. Хоча в той час прохання не мало результату, воно свідчило про нову тенденцію в суспільній думці.

¹⁵¹ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. — М.: ЭКСМО, 2007.

активне будівництво залізниць, воно також було децентралізованим і фінансувалося з локальних джерел капіталу, незалежних від лондонського ринку цінних паперів.

Акції перших залізничних компаній, випущені у 1836 р., торгувалися на провінційних ринках у Ліверпулі й Манчестері. Банкіри із Сіті (так само як приватні банкірські дома Ротшильда й братів Берінг) до початку буму 1840-х років не виявляли цікавості до будівництва залізниць. Єдиним винятком був приватний банк *Glyn, Halifax, Mills & Co*, який називали «залізничним банком», завдяки чому він став другим за розміром (після банкірського дому Ротшильда) приватним банком Англії. А в 1840-ті роки, коли почався справжній залізничний бум, банкіри із Сіті вже зацікавилися залізницями (наприклад, лондонський брокерський дім *Foster & Braithwaite* спеціалізувався на залізничних цінних паперах, внаслідок чого його доходи зросли з 4200 фунтів на рік у 1839 р. до 50 650 фунтів у 1845 р.).

У Франції в середині XIX століття під час залізничного буму тенденція до централізації виявилася в тому, що фінансували залізничне будівництво великі паризькі банки (зокрема банкірський дім Джеймса де Ротшильда, який першим інвестував 51 млн франків у будівництво французьких залізниць). Банки брали активну участь у створенні залізничної мережі в 1830-ті роки й особливо в 1840-ті (з 1844 по 1845 р., під час найвищого піка залізничного буму, обсяг фінансування залізниць досяг 919 млн франків). У Німеччині спершу будівництво залізниць також фінансували банкірські дома — приватний банкір А. Оппенгейм з Кельну, банкірський дім Ротшильда із Франкфурта, берлінський приватний банк *Mendelssohn & Co*.

Пізніше, після успіху французького інвестиційного банку *Credit Mobilier*, розпочалася ціла хвиля створення подібних інвестиційних банків в Англії, де вони називалися фінансовими компаніями. Це *Credit Financier and Mobilier of England*, *The International Land Company*, *International Financial Society*, *General Credit & Finance Company*, а також *European Bank* з відділеннями в Лондоні, Бірмінгемі, Дубліні, Парижі, Марселі, Амстердамі й Роттердамі¹⁵².

Банк Англії до 1825 р. зберігав монопольне право на акціонерну форму організації, а численні провінційні банки були

¹⁵² Більшість із них ліквідували під час кризи 1866 р., яка почалася з банкрутства *Overend, Gurney & Company*.

організовані за принципом партнерства¹⁵³. Після 1825 р. провінційним банкам також було надане право на акціонерну форму організації, і в 1830-ті роки значно зросла кількість провінційних банків, з яких більшість були акціонерними. Чимало акціонерних банків, особливо створені до 1844 р., виникали через перетворення приватних банкірських домів. Зазвичай їхні активи обмінювали на акції, що котирувалися переважно на провінційних біржах (наприклад, у Ліверпулі). Точну кількість таких провінційних акціонерних банків назвати складно, але, з урахуванням різних оцінок, у середині 1840-х років їх було від 90 до 140¹⁵⁴. Крім того, в Англії учасниками ринку були приватні банкірські дома N. M. Rothschild & Sons, Baring Brothers, J. S. Morgan & Co, що займалися переважно міжнародною торгівлею. Але загалом система англійських приватних банкірських домів була не настільки розгалуженою, як у Франції.

Таким чином до середини XIX ст. був створений досить ефективний механізм акумуляції вільних фінансових ресурсів — Англія стала «банкіром усього світу», як казали сучасники. Там завжди легко було знайти кредитний капітал для фінансування будь-якого підприємства — насамперед завдяки Лондонській біржі, а також через розвинену банківську систему, орієнтовану на короткотермінові кредити.

Паралельно із цим у Франції розвивалася централізована континентальна модель, у якій важливу роль відіграло державне регулювання. Банки брали активнішу участь у фінансуванні промисловості, але банківська система мала лінійну ієрархічну структуру. Адже у першій половині XIX ст. розгалуженої мережі провінційних акціонерних банків у Франції та інших країнах континентальної Європи ще не існувало (вона з'явилася там лише в 1850-ті та 1860-ті роки). Тривалий час основне значення мали контрольовані державою банки-монополісти (такі як Французький банк, створений у 1800 р., чи Національний банк Австро-Угорської імперії, створений у 1816 р.), які фактично гальмували розвиток системи акціонерних банків.

¹⁵³ Партнершип — поширений у США й Англії різновид неповного товариства, яке не є юридичною особою і потребує реєстрації лише якщо не розкриваються імена його учасників. Учасники несуть спільну солідарну відповідальність щодо зобов'язань договорів партнерства.

¹⁵⁴ Anderson B. L. Another Victorian Capital Market: A Study of Banking and Bank Investors on Merseyside / B. L. Anderson, P. L. Cottrell // The Economic History Review, New Series. — 1875. — Vol. 28. — № 4. — P. 598–600.

Оскільки система акціонерних банків була недостатньо розвинена, надмірне значення як джерело фінансових ресурсів (а внаслідок цього — і політичний вплив) мали приватні банкірські дома. Найвідомішими серед вищого шару приватних банкірських домів Парижу (*haute banque parisienne*) були Ротшильди, зокрема паризький банкірський дім Jacques de Rotschild, заснований Яковом (Жаком або Джеймсом) Ротшильдом, братом Натана Ротшильда. І хоча після створення у 1800 р. акціонерного Французького банку (який мав важливі привілеї) почала формуватися система провінційних банків, акціонерна форма організації банків у Франції до 1848 р. не дуже поширилася. Поштовхом до створення більш гнучкої банківської системи стала організація у 1852 р. братами Перейра банку *Credit Mobilier* для фінансування промислових підприємств.

Виникнення континентальної моделі часто асоціюється з Німеччиною другої половини XIX століття, однак насправді вона виникла значно раніше у Франції. А в епоху завоювань Наполеона ця модель контрольованого державою централізованого фінансового ринку (на формування якої вплинув Комерційний кодекс 1807 року) почала швидко поширюватися в інших країнах Європи, що перебували в сфері впливу французького права.

Особливості акціонерного законодавства в Англії та Франції

Розвиток торгівлі, насамперед з Індією, призвів до активного заснування в Англії акціонерних товариств після «фінансової революції» 1688 р. Але закон про спекулятивні пузири (*Bubble Act*) 1720 р., виданий з метою запобігання спекуляції акціями, передбачав наявність спеціального дозволу парламенту для створення акціонерних товариств. Внаслідок цього на початку індустріальної революції в англійському законодавстві виник бар'єр, який на практиці обмежував поширення корпоративної форми організації. Тому нові промислові підприємства створювалися у формі партнерств. Лише у 1844 р. видали Акт про компанії (*Companies Act*), згідно з яким для створення акціонерного товариства досить було об'єднання двадцяти

п'яти (або більше) учасників і простої реєстрації товариства. Але навіть і після цього принцип обмеженої відповідальності не був загальнопоширеним, і тільки в новій редакції Акту про компанії 1862 р. обмежену відповідальність акціонерних товариств визнали загальною нормою.

У Франції у XVIII ст. законодавство щодо створення акціонерних товариств також було досить ліберальним і вимагало тільки реєстрацію товариства без якихось дозволів. Але з кінця XVIII ст., через випадки зловживань і спекулятивних скандалів, правила застосування принципу обмеженої відповідальності під час створення акціонерних товариств ставали дедалі суворішими. Комерційний кодекс припускав три типи організації підприємств: 1) прості товариства (*societes en nom collectif*), у яких учасники мали індивідуальну й колективну відповідальність за всі зобов'язання підприємства; 2) командитні товариства (*societes en comandite*), у яких активні учасники (або один учасник) несли необмежену відповідальність за зобов'язаннями підприємства, а партнери без права голосу несли відповідальність тільки за тими зобов'язаннями, які вони безпосередньо підписували (це був важливий крок від простого товариства до акціонерного); 3) анонімні товариства (*societes en participation anonyme*), які нагадували британські *joint-stock companies* і були акціонерними товариствами або корпораціям у сучасному розумінні; у них усі учасники несли обмежену відповідальність. Назву «анонімні товариства» вони одержали, оскільки імена їхніх учасників не згадувалися в документах про реєстрацію. Оскільки анонімні товариства вважалися найбільш ризикованими щодо спекулятивних операцій, їхнє створення потребувало спеціального дозволу уряду. Одержати його у першій половині XIX ст. у Франції було непросто. Ці особливості французького акціонерного законодавства значно загальмували розвиток французьких акціонерних товариств і ринку акцій¹⁵⁵.

В Англії акціонерне законодавство було дещо іншим. Після скасування в 1825 р. *Bubble Act* (виданого в 1720 році) якийсь час не було нормативного документа, який регулював діяльність акціонерних компаній. Але у 1834 р. видали Акт про торговельні компанії (*Trading Companies Act*), у 1837 р. —

¹⁵⁵ Freedeman C. *Joint-Stock Enterprise in France, 1807–1867: From Privileged Company to Modern Corporation* / C. Freedeman. — Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1979. — P. 5, 18, P. 22.

Акт про засновані за хартіями компанії (Chartered Companies Act), а в 1844 р. — Акт про акціонерні компанії (Joint Stock Companies). Останній став основою британського корпоративного права і містив інновації для того часу вимоги щодо розкриття інформації. Згідно із цим актом створення товариства з обмеженою відповідальністю розглядалося вже не як особливий привілей, а як законне право підприємців і не вимагало якихось спеціальних дозволів — потрібно було лише зареєструвати товариство.

І тільки в 1867 р., через двадцять три роки після ухвалення в Англії Акту про компанії, французький уряд переглянув своє рішення щодо порядку реєстрації товариств із обмеженою відповідальністю¹⁵⁶, однак час був втрачений. Це стало однієї із причин того, що французький ринок цінних паперів уже не міг конкурувати з англійським, і саме Лондон став основним світовим фінансовим центром, а також центром операцій із цінними паперами.

Роль французьких державних облігацій у розвитку міжнародного ринку цінних паперів

У 1816 р. у Франції створили державний ощадний банк (Caisse des Depots et Consignations), який акумулював фінансові ресурси інвесторів і вкладав їх у державні цінні папери. Крім того, виникло ще декілька банків і страхових компаній, і це створило основу для широкомасштабного випуску державних цінних паперів. Незабаром, у 1817 р., організували три довготермінові облігаційні позики загальною сумою близько 300 млн франків з метою поповнення бюджету й активізації економіки після поразки Франції під час війн Наполеона.

Оскільки внутрішні інвестори у Франції не мали достатній обсяг коштів для інвестування у весь обсяг цих облігацій (які тоді називали *rentes*)¹⁵⁷, ці облігації дедалі більше купували іноземні інвестори, насамперед британські, які стали основними покупцями французьких державних облігацій.

¹⁵⁶ Пізніше за прикладом Франції подібні рішення ухвалили в Іспанії в 1869 р., Німеччині — у 1870 р., Бельгії — у 1873 р., Італії — у 1883 р., Австро-Угорщині — у 1906 р.

¹⁵⁷ Практика випуску таких облігацій у Франції виникла ще в XVII ст.

Завдяки цьому французькі державні облігації на початку XIX ст. виконували роль основних міжнародних цінних паперів, які котирувалися на ринках Лондону, Амстердаму, Антверпену й Відня. Потіки французьких облігацій між ключовими в той час фінансовими центрами створили основу для розвитку широкомасштабного й досить глибокого міжнародного ринку цінних паперів. Із цими облігаціями проводили великі операції відомі на той час фінансисти, зокрема Ротшильди.

Французькі облігації (*rentes*), випущені у 1817 р. за участю Ротшильдів і номіновані у франках, спершу планували розміщувати на трьох найбільших на той час ринках — у Парижі, Лондоні й Амстердамі. Надалі Ротшильди використовували французькі облігації для надання позик Пруссії й Росії, де в той час ринок цінних паперів був ще практично не розвинений. Позику Пруссії (у якій за роки наполеонівських війн державний борг зріс із 38 млн до 206 млн талерів) надали у 1817 р. на суму 5 млн гульденів із прибутковістю облігацій 8,4 % річних. Більше половини облігацій пруської позики розмістили у Франції. Облігації для позики Росії випустили в 1822 р., і вони були розміщені Натаном Ротшильдом у Лондоні.

Основним ринком французьких облігацій стала Паризька біржа. За порівняно короткий час, що минув після поразки Наполеона, у 1820–1830-ті роки міжнародний ринок цінних паперів був повністю відновлений і досяг набагато більшого обсягу операцій. Цей ринок уже не був пов'язаний з якоюсь однією «столицею капіталу», як це було в Амстердамі, і на ньому сформувалося декілька центрів — у Лондоні, Парижі, Нью-Йорку¹⁵⁸. Між цими центрами відбувався рух великої кількості цінних паперів, пов'язаних у цей час переважно з державним боргом Франції. Таким чином випущені в 1817 р. французькі облігації мали важливе значення у формуванні міжнародних потоків капіталів.

Саме тому спершу основне значення серед центрів міжнародного ринку цінних паперів мав Париж, а гарантовані урядом французькі державні облігації (які надавали вищий дохід, ніж британські) були найбільш популярними борговими цінними паперами. У середині 1820-х років намітилася тенденція підви-

¹⁵⁸ У США також швидко розбудовувався ринок цінних паперів, але на початку XIX ст. цей ринок, який тоді ще формувався, був реципієнтом європейських капіталів (переважно британських, а також голландських) і поки що не мав помітного впливу на загальні тенденції.

щення інтересу французьких інвесторів до іноземних цінних паперів, і вони почали активно купувати державні облігації Іспанії, Португалії та Австрії, а в 1830 р. на Паризькій біржі котирувалося вже сім найменувань іноземних паперів¹⁵⁹. Втім, хоча на Паризькій біржі в лістингу перебувало досить багато цінних паперів акціонерних компаній, більша частина операцій з ними відбувалися на неорганізованому ринку.

Після закінчення у 1815 р. наполеонівських війн значення Парижу як фінансового центру не тільки не зменшилося, але саме він став одним із найважливіших ринків міжнародних цінних паперів. Цьому сприяла кодифікація комерційного права у Франції, завдяки чому була забезпечена інституційна основа й необхідна довіра для широкомасштабних операцій із цінними паперами.

Хоча існувала певна ймовірність, що саме Париж у цей час міг стати центром світового ринку цінних паперів, цього не відбулося — очевидно, через недостатню регулятивну гнучкість французького фінансового ринку, заснованого на директивному державному регулюванні й на кодифікованому комерційному праві. Історія розпорядилася так, що місце Амстердаму зайняв не Париж, а Лондон.

Зростання мобільності фінансового капіталу та приватні банкірські дома

Міграція капіталу з Амстердаму в Лондон

В епоху французької революції та наполеонівських війн на зростання значення Лондону як світового фінансового центру мали значний вплив приватні банкірські дома і пов'язані

¹⁵⁹ Palmade G.P. French Capitalism in the Nineteenth Century / G. Palmade, G. Holmes. — London: David & Charles PLC, 1972. — P. 59, 72, 88, 91; Cameron R. E. France and the Economic Development of Europe. 1800–1914 / R. Cameron. — Princeton: Princeton University Press, 1961. — P. 83.

з ними великі фінансові потоки. Відомо багато прикладів переселення амстердамських банкірів в Англію, яке супроводжувалося масштабним вивезенням капіталів з політично нестабільної Європи. Використовуючи ринки цінних паперів і особисті зв'язки, ці банкіри намагалися врятувати ліквідну частину своєї власності від захоплення французькою армією. Ймовірно, така масова міграція капіталу з континентальної Європи в Англію не випадково збігалася за часом з початком активної індустріалізації. А часткове повернення в 1817 р. капіталу з Англії після закінчення війн Наполеона збігалася з періодом нетривалого застою в розвитку британської промисловості, після чого у 1819 р. в Англії запровадили золотий стандарт.

Загалом, в зростанні значення Лондону як світового фінансового центру (незважаючи на об'єктивні передумови швидкої індустріалізації в Англії на початку XIX ст.) не можна недооцінювати значення припливу великого приватного капіталу. Так парадоксальним чином французька політична революція, що стала причиною еміграції приватних банкірів, сприяла прискоренню британської промислової революції. Це було пов'язане з важливою тенденцією, яка почала проявлятися в той час і надалі набувала дедалі більшого значення — формування космополітичного прошарку фінансистів і підприємців, енергійних, освічених і багатих, для яких територіальне місце розташування їхнього бізнесу вже не мало значення. Саме цей космополітичний клас (який зародився ще у Венеції, а потім сформувався в Амстердамі) надалі мав вирішальне значення у зростанні мобільності фінансового капіталу.

Найвідомішими прикладами переміщення з континентальної Європи в Англію великих приватних капіталів стала еміграція Волтера Бойда з Парижу в Лондон 23 вересня 1792 р., Генріха Хоппе — з Амстердаму в жовтні 1794 р., родини Дюпон із Франції в США наприкінці 1799 р., а також прибуття в Лондон із Франкфурта молодого Натана Мейєра Ротшильда у 1799 р.

Уолтер Бойд заснував у Парижі успішний банк — Boyd, Ker & Cie, що мав відділення в Лондоні, Брюсселі, Гамбурзі й Амстердамі (де банк Бойда був пов'язаний з фірмою Генріха Хоппе). Після еміграції Бойда в Англію в березні 1793 р. він заснував нову компанію — Boyd, Benfield & Co.

Генріх Хоуп (Хоуп), відомий англо-голландський приватний банкір, переселився з Амстердаму в Лондон у лютому 1793 р. після того як революційний уряд Франції оголосив війну Англії й Іспанії. Улітку 1794 р. Хоуп звернувся із проханням до Бойда домогтися дозволу британського уряду відкрити англійські порти для голландських кораблів, що поверталися з колоніальним товарами, щоб у такий спосіб запобігти захопленню суден французькою революційною армією, яка вже окупувала Нідерланди. Після встановлення миру Хоуп знову відкрив в Амстердамі свою фірму, тепер уже як філію лондонської. Операції цих двох компаній, які надавали фінансові послуги як у Лондоні, так і в Амстердамі, стали прикладом того, як тісно перепліталися в цей час голландські й англійські фінанси.

А коли виникла потреба переправляти в Англію велику кількість срібних мексиканських піастрів для сплати жалування армії Веллінгтона (піастри з якісного металу котировалися тоді за ціною чистого срібла), зв'язки Генрі Хоупа з Олександром Берингом допомогли йому використовувати у 1804–1808 рр. британські військові кораблі для транспортування 52,5 млн піастрів.

Родина Берингів вважалася в Європі «шостою великою силою» після Англії, Франції, Пруссії, Австрії й Росії, а за рівнем впливу їх перевищували тільки Ротшильди. Засновник династії Йоганн Беринг, торговець вовною з німецького міста Бремену переселився в Англію в середині XVII століття. Його нащадок Френсіс Беринг заснував свій банк у США в 1762 р. А на початку XIX століття Олександр Беринг, британський фінансист і політик, сфера інтересів якого була пов'язана з міжнародною торгівлею, перетворив цей банк на великий банкірський дім. Його фінансовий вплив посилювався під час залізничного буму завдяки успішним операціям із французькими державними облігаціями, а також австрійськими й американськими залізничними акціями. В цей час вплив Берингів поширювався не тільки на Європу, а й на Америку¹⁶⁰.

¹⁶⁰ Докладніше про Берингів див.: Geisst C. *Beggar Thy Neighbor. A History of Usury and Debt* / C. Geisst. — Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013. — P. 131; Hidy R. *The House of Baring in American Trade and Finance: English Merchant Bankers at Work, 1765–1861* / R. Hidy. — Cambridge, MA: Harvard University Press, 1949. — P. 35–37.

Натан Ротшильд

Сфера інтересів Ротшильдів була ще більшою, ніж у Берингів, і охоплювала не тільки Західну Європу і США, але й Східну Європу, зокрема Польщу й Оттоманську імперію. Найзнаменитішим фінансистом того часу був, безумовно, Натан Ротшильд. Прибувши із Франкфурта в Манчестер за дорученням батька (той запропонував йому організувати торгівлю бавовняними тканинами між Англією й Німеччиною) з капіталом 20 000 фунтів, він швидко досяг успіху у торговельних операціях. А вигідний шлюб з Анною Кохен дав можливість встановити важливі зв'язки в колах англо-єврейських фінансистів, зокрема з родинами Goldsmids і Salomons, відомими своїми операціями з акціями та іншими цінними паперами.

У 1811 р. молодший брат Натана, Яків (його ще називали Джеймсом), поселився в Парижі, де займався операціями із золотом, яке передавав Натан з Англії. П'ять братів Ротшильдів (Натан у Лондоні, Амшель у Франкфурті, Карл в Амстердамі, Яків у Парижі й Соломон, що виконував доручення Натана в різних країнах) створили загальноєвропейську мережу неформальних особистих фінансових зв'язків, яка забезпечувала проведення великих операцій із золотом і цінними паперами. Вплив Ротшильдів був настільки великим, що якщо в їхній чорний список потрапляла якась країна і вони припиняли врахування її векселів, це означало повний крах кредитів цієї країни.

Про владу Ротшильда і його капіталів Байрон писав так: «О, золото! Хто збуджує пресу? Хто панує на біржі? Хто панує на всіх великих сеймах і конгресах? Хто в Англії політику вершить? Хто створює надії, інтереси? Хто радості й прикраси дарує? Ви думаєте — дух Наполеона? Ні! Ротшильда й Беринга мільйони!»¹⁶¹.

Натан Ротшильд, який мав досвід у передачі золота між різними країнами Європи за допомогою родинних зв'язків, успішно зміг забезпечити транспортування з Англії в континентальну Європу великої кількості золотих монет, вкрай необхідних для виплати жалування військам Веллінгтона

¹⁶¹ Байрон Д. Дон Жуан / Д. Байрон. — <http://www.lib.ru>

(що було складною операцією під час запровадженої Наполеоном «континентальної блокади»).

У серпні 1808 р. британські експедиційні війська зайняли Португалію, роком раніше окуповану Наполеоном. Протягом шести наступних років на території Португалії тривали воєнні дії. Британська армія потребувала фінансування, але відправляти золоті монети на кораблях з Лондону в Лісабон було ризиковано — адже кораблі могли захопити в дорозі. А португальські підприємці не погоджувалися приймати векселі в англійського командуючого генерала Артура Уеслі (майбутнього герцога Веллінгтона). У такий критичний момент, коли життєво важливо було забезпечити фінансування військ, а передати готівку в Португалію стало складно, дуже вчасно з'явився Натан Ротшильд. Раніше про нього серед лондонських фінансистів ніхто навіть не чув. Але Натан, який до того скуповував в Англії тканини і переправляв їх у Німеччину, був досвідченим контрабандистом.

Коли Наполеон нав'язав Англії економічну блокаду і будь-які перевезення морем стали проблематичними, Натан Ротшильд знайшов власні шляхи, щоб регулярно переправляти з Англії в Німеччину велику кількість золота. Французька влада знала про це, але не перешкоджала, вважаючи, що вивезення золота з Англії послабить супротивника.

У січні 1814 р. британський міністр фінансів розпорядився таємно найняти Натана Ротшильда, щоб він використовував свої зв'язки і знайшов у Німеччині, Голландії й Франції золото на 600 тис. фунтів, переправивши його потім Веллінгтону. У цей момент успіх справи повністю залежав від надійності братів Ротшильдів і ефективності таємних зв'язків. Натан не підвів британський уряд і до травня 1814 р. доставив золота на 1 млн 200 тис. фунтів, удвічі більше, чим спершу було потрібно. П'ять братів Ротшильдів, які займалися своїми операціями в різних містах Європи, давно вже спекулювали золотом, використовуючи різницю цін у європейських столицях. Тому завдання британського уряду було для них не дуже складним. Ротшильди одержали чималі комісійні, а чутки про них швидко поширилися в Лондоні. А Натан отримав доступ до фінансових та урядових кіл британської столиці й набув там впливу. Його стали називати «Бонапартом фінансів»,

а сучасники навіть казали, що якщо гроші стали богом, то Ротшильд — пророк цього бога¹⁶².

У квітні 1814 р. Наполеон зрікся престолу, після чого його відправили у вигнання на острів Ельба. Але в березні 1815 р. він знову з'явився у Франції, сповнений рішучості повернути втрачене. Ротшильди в очікуванні нової війни знову почали скуповувати золото і придбали його на 2 млн фунтів. Вони також займалися передачею грошей британським союзникам у Європі, тому загальна сума операцій, які вони виконали за доручення британського уряду, в 1815 р. досягла 9,8 млн фунтів.

Комісійні, які одержували Ротшильди у всіх цих операціях, становили від 2 до 6 %, тому неважко підрахувати їхні чималі доходи. У разі нової тривалої війни з Наполеоном для Ротшильдів такий бізнес був би дуже вигідним. Але війна закінчилася швидко, і Ротшильди, особливо Натан, опинилися в ризикованій для себе ситуації — вони скупили величезну кількість золота, розраховуючи на фінансування тривалої війни. Але оскільки війна закінчилася набагато швидше, ніж вони припускали, зберігати це золото було невигідно — кожного дня зростали величезні збитки. Залишався єдиний у такій ситуації вихід — вкласти все це золото в британські облігації.

Наполеонівські війни й пов'язані з ними військові витрати потребували значного збільшення обсягу випуску британських державних цінних паперів. З 1793 по 1815 р. державний борг Великої Британії зріс утричі й досяг 745 млн фунтів, удвічі перевищуючи загальний обсяг усієї виробленої продукції. Спричинена війнами нестабільність у Європі призвела до зниження ціни британських облігацій — консолей. У лютому 1792 р. одна 3 % облігація номіналом 100 фунтів продавалася за 96 фунтів, у 1797 р. її ціна була менше 50 фунтів, а напередодні вирішальної битви з Наполеоном біля Ватерлоо — близько 60 фунтів.

Цим моментом скористався Натан Ротшильд — інтуїція правильно підказала йому, що французи зазнають поразки,

¹⁶² За однією з легенд, успіхи Натана Ротшильда були пов'язані з особливим «юдейським талісманом», який дарував йому удачу. Хоча насправді він вмів маніпулювати ринками цінних паперів і добре відчував їхні тенденції. Про історію династії Ротшильдів багато написано. Докладніше див.: Мортон Ф. Ротшильды. История династии могущественных финансистов / Ф. Мортон. — М.: Центрполиграф, 2004.

і курс облігацій швидко почне зростати. У лондонських газетах 20 червня 1815 р. з'явилося повідомлення, що Натан Ротшильд почав скуповувати величезну кількість цих паперів, розраховуючи на те, що після перемоги 18 червня можна очікувати підвищення курсу. Ще до того, як звістка про перемогу Веллінгтона досягла Англії, Ротшильд встигнув скупити велику кількість облігацій за низькою ціною, щоб потім продати їх значно дорожче, заробивши на цьому, за різними оцінками, від 20 до 135 млн фунтів.

Його розрахунок був вірним, і курс справді почав зростати. У жовтні 1815 р. він знову купив велику кількість облігацій, а в жовтні наступного 1816 р. витратив на облігації 600 тис. фунтів. Брати вмовляли Натана не ризикувати такими грошми й продати з вигодою свої облігації. Але Натан хотів одержати більше і терпляче чекав подальшого зростання. Він справді ризикував, тому що потрібно було добре розуміти ринок, щоб відчуті той момент, після якого зростання облігацій могло призупинитися. Інтуїція не підвела його, і до листопада 1817 р., коли він почав продавати облігації, вони зросли в ціні ще на 40%.

За словами про цю ризиковану операцію одного з Берингів (основних конкурентів Натана Ротшильда), у нього б на таке не вистачило сміливості. Тому не дарма кажуть, що становище Натана Ротшильда у світі фінансів можна порівнювати лише з роллю Наполеона у військовій історії.

Декілька масштабних вдалих операцій допомогли Ротшильдам в епоху наполеонівських війн стати основним гравцем на найбільшому лондонському ринку облігацій, відтіснивши свого головного конкурента — Берингів. Секрети успіху Ротшильдів були в розгалуженій мережі ділових зв'язків у різних містах Європи та опорі на власні капітали. Вплив і фінансову стабільність династії Ротшильдів підтримували розгалужені родинні зв'язки, а також створення нових за допомогою вигідних шлюбів.

Наприкінці XIX століття Ротшильди асоціювалися в усіх з опублікованим у багатьох газетах різних країн зображенням гігантського чорного спрута, що обплутав своїми щупальцями всю земну кулю. Ліві партії чи не найбільше критикували Ротшильдів, заявляючи, що після вдалого розміщення державних облігацій Австрії, Пруссії та Росії саме Натан Ротшильд фактично сприяв союзу цих країн у їхній боротьбі з політичним лібералізмом у Європі.

Фінансова аристократія

Ротшильди стали чи не найяскравішим прикладом «нової фінансової аристократії» — фінансової еліти, що виникла під час війн Наполеона. Тоді почалася друга хвиля переміщення з Голландії великих приватних капіталів в Англію (перша була ще за часів Вільгельма Оранського). Ці капітали інвестували в британську промисловість, і вони прискорили індустріалізацію. Такі значні інвестиції спричинила політична нестабільність в континентальній Європі (зокрема у Нідерландах) під час французької революції та континентальної блокади, а також серйозна погроза втрати власності для фінансистів з Амстердаму. Це переміщення капіталів прискорило падіння Амстердаму, а роль загальносвітового фінансового центру перейшла до Лондону.

«Так народилася нова аристократія», — написав Генріх Гейне в нарисі «Людвіг Борн» (1838), переказуючи свою розмову з одним із Ротшильдів під час випадкової зустрічі на паризькій вулиці. За словами Ротшильда, система, заснована на цінних паперах, звільняє людину; вона живе там, де хоче. Люди кидають роботу й забезпечують себе процентними виплатами, і якщо такі люди вирішують зібратися в одному місці, вони стають справжньою реальною силою¹⁶³.

Ротшильди, ставши символом нової «фінансової аристократії», підірвали владу старої родової аристократії, яка нічого не могла протиставити впливу фінансистів. За словами Гейне, Натана Ротшильда можна було поставити поруч із Рішельє та Робесп'єром у ряд «грізних катів», які прирікали стару аристократію на повільну смерть. Рішельє позбавив її у Франції політичної влади, Робесп'єр без будь-якої жалості стратив залишки аристократії, а Ротшильд дав Європі нову еліту після того, як «наділив верховною владою» систему державних облігаційних позик. Він «дав грошам ті привілеї, які раніше мала тільки земля». Так з'явилася «нова аристократія», хоча її основа була не настільки надійною, як власність на землю. Адже гроші «витікають, як вода», а спиратися на них часом так само складно, як на воду або повітря¹⁶⁴.

¹⁶³ Heine H. Ludwig Borne — em Denkschnft / H. Heine // Samthche Schriften. Vol 4. — Munich, 1971. — S. 28.

¹⁶⁴ Heine H. Ludwig Borne — em Denkschnft / H. Heine // Samthche Schriften. Vol 4. — Munich, 1971. — S. 28.

Космополітичний клас фінансистів, що сформувався на початку XIX століття, неоднозначно сприймався сучасниками. Якщо в Англії ставлення до них було загалом толерантне, то у французькій культурі, зокрема літературі (образ барона Нусінгена в Бальзака — імовірно, пародія на одного з Ротшильдів) поширився негативний образ «космополітичного банкіра» і «чужоземця», байдужого до інтересів Франції та готового на все заради власної вигоди.

Однак незалежно від ставлення суспільства, ця невелика група людей була пов'язана між собою сімейними й особистими неформальними зв'язками в єдину мережу, практично не контрольовану урядами. Ця мережа керувала масштабними фінансовими й торговельними міжнародними операціями, створюючи основу фінансового капіталізму, а також загальносвітової фінансової системи та ринку цінних паперів. Все це стало особливо помітно в другій половині XIX століття.

Перетворення лондонського Сіті на фінансовий центр світу

Лондон став загальносвітовим фінансовим і торговельним центром. Він приваблював до себе підприємців з інших країн континентальної Європи, які прагнули приєднатися до нової аристократії, що не знала національних кордонів. В Англію емігрувало чимало не тільки німецьких комерсантів з Гамбурга та Франкфурта, але й грецьких (незадоволених турецьким пануванням у Греції) та інших. Такі торговельні діаспори потім сприяли залученню своїх рідних країн у загальносвітові мережі торговельних і фінансових операцій.

«Космополітична буржуазія» в Лондоні, в якій перемішувалися англійці, німці, євреї, італійці, греки та представники інших народів, контролювала всю міжнародну торгівлю. А процеси інтеграції світового фінансового ринку, які дедалі більше посилювалися протягом XIX століття, формували єдину наднаціональну за своєю сутністю ідеологію. Таке тяжіння підприємців до Лондону пояснювалося також тим, що британська правова система більше сприяла розвитку бізнесу, перспективи зростання якого в Британській імперії були більш сприятливими, зважаючи на її географічні масштаби.

Англіїці у Вікторіанську епоху любили називати Індію за її багатство кращим із дорогоцінних каменів у британській короні. Але якщо говорити про величину виробленого багатства, або сучасними словами — про інтенсивність фінансових потоків, то найдорогоціннішим діамантом у британській короні був лондонський Сіті. У Великій Британії завжди існувала певна соціальна і психологічна дистанція між фінансистами Сіті та іншою частиною суспільства. Адже потрапити в коло фінансової еліти Лондону було непросто.

Справа була навіть не у вічній дискусії про заслужене й незаслужене багатство — дискусія ця велася ще з часів античності. До того ж навряд чи можна сказати, навіть через велику заздрість, що багатство фінансистів Сіті було незаслуженим і дісталось їм легко. Важливішою обставиною було те, що фінансовий бізнес Сіті завжди мав міжнародний масштаб за своєю природою (це почалося ще з часів перших колоніальних компаній). Тому іноді консервативні британці вбачали в лондонських банкірах «іноземців», навіть якщо вони такими не були. Втім, у Сіті завжди чимало було вихідців з інших країн. Капітал, привезений ними в Лондон, був кращою перепусткою у світ «вищих фінансів», і тоді вже ставало неважливо, хто був власником цього капіталу — німець, грек, італієць чи єврей.

Однак часто розмови на цю тему переходили в площину антисемітизму — досить було згадати ім'я Натана Ротшильда, і цього вже було досить для обвинувачення банкірів Сіті в «космополітизмі» та відсутності батьківщини. Хай там як, ставлення до Сіті в британській культурі завжди було неоднозначним, у діапазоні між вихвалянням і ворожістю. Це неоднозначне ставлення до фінансової еліти Сіті виникло давно, але воно проявилось саме в час найбільшого підйому Натана Ротшильда і зберігалось протягом усього XIX століття. Яким би не було це неоднозначне ставлення, британському суспільству та уряду доводилося миритися з такою неоднозначністю.

Складна фінансова інфраструктура Сіті була почасти реальною (офіси банків і фінансових компаній), а почасти віртуальною (невидима мережа неформальних зв'язків). Саме ця інфраструктура була фінансовим центром світу, а не саме місто Лондон, незважаючи на його найбільший порт. Хоча значна частина цінних паперів, що котирувалися на лондонській біржі, були іноземними, обсяги створюваного багатства стали колосальними, і вже тільки через це будь-яке неоднозначне ставлення суспільства доводилося терпіти.

У XVII і навіть XVIII столітті Сіті ще залишався просто діловим центром, де знаходилися офіси торговельних компаній і перебувало чимало купців, які займалися колоніальною торгівлею. У цьому діловому центрі легко було домовитися про кредит, постачання товару та страхування морських перевезень, але не більше. Були там банки і приватні банкіри; можна було знайти також інші фінансові послуги (про страхову компанію Ллойда знали вже тоді), однак саме на початку XIX століття в Сіті відбулося дещо таке, що радикально змінило його сутність. Кількість орієнтованих на міжнародну торгівлю підприємців (іноземних і британських) перейшла в нову якість, а система ділових зв'язків, часто особистих і невидимих для стороннього ока, зв'язала діловий центр британської столиці з усіма кінцями планети, перетворивши Сіті у віртуальне «фінансове серце» світу.

Як би не ставилися до цього факту самі британці, які добре пам'ятали про збитки, понесені багатьма інвесторами під час краху Компанії Південного моря, але саме космополітичний фінансовий капітал, який «не мав батьківщини», заповнив Сіті після занепаду Амстердаму. Він запустив таємничий, не завжди явний і зрозумілий процес перетворення звичайного ділового центру британської столиці на «фінансове серце світу».

Ймовірно, ключовою обставиною в цьому перетворенні став випуск іноземних облігаційних позик та їхнє розміщення на Лондонській біржі, особливо масове під час буму 1820-х років, які створили потоки капіталів між лондонським Сіті й такими віддаленими частинами світу, як Аргентина чи Болівія.

Британський ринок цінних паперів і криза 1825 р.

Ринок цінних паперів у 1820-ті роки

З початком наполеонівських війн у Великій Британії неминуче стала зростати інфляція, однак сподівання Наполеона на те, що війна, «континентальна блокада» і вивезення британського золота із країни послаблять Англію, виявилися надто

оптимістичними. На відміну від наполеонівської Франції, яка розраховувала тільки на «тверді» гроші — золото і остерігалася позикових капіталів, в Англії ставлення до фінансів було іншим. Там ніхто не боявся позикових капіталів. Тому саме по собі вивезення золота із країни сприймалося без особливого драматизму. Але хай там як, з 1797 по 1814 р. ціни збільшилися на 100 %. Таке зростання інфляції було пов'язане зі збільшенням кількості паперових грошей в обігу та обсягу кредитного капіталу¹⁶⁵. У 1809 р. ціни на золото почали швидко підвищуватися, а курс британського фунта на фінансових ринках Амстердаму, Парижу й Гамбурга впав на 16–20 %. З лютого 1808 р. до серпня 1809 р. золоті запаси Банку Англії знизилися на 50 %, і можливості для відновлення конвертованості банкнот на золото не було. У фінансових колах почалося зрозуміле занепокоєння. 29 серпня 1809 р. у лондонській газеті *Morning Cronicle* з'явилася перша із трьох статей 38-річного біржового маклера Девіда Рікардо (сина лондонського біржового джобера), який згодом став знаменитим у свій час економістом¹⁶⁶. Статтю було присвячено знецінюванню паперових грошей

На британському ринку цінних паперів на початку XIX століття проводили операції з іноземними акціями й облігаціями, але цей ринок поки що не був міжнародним. Однак зміни в Лондоні відбувалися швидко. Поширення ідей вільної торгівлі, пов'язаних з іменами Адама Сміта, Девіда Рікардо й Джона Стюарта Мілля призвело до створення нових акціонерних товариств, які випускали свої цінні папери. На по-

¹⁶⁵ Wilkie A. D. The Risk Premium on Ordinary Share / A. D. Wilkie // *British Actuarial Journal*. — 1994. — № 1, part 2. — P. 254. Банк Англії видавав підприємцям вексельні кредити, які тепер не обмежувалися розмірами золотого запасу. З 1797 по 1810 р. обсяг цих кредитів зріс в чотири рази. Ані до того, ані після Банк Англії не видавав у таких обсягах кредити — щось подібне було хіба що під час Другої світової війни. Кількість паперових грошей в обігу також за цей час значно збільшилася, з 10 до 25 млн фунтів. При цьому в 1784 р. золотом було забезпечено 70 % банкнот, що перебували в обігу. У той час була поширена думка, що хоча відсоток золотого забезпечення може коливатися, він не може опускатися нижче 50 % (*The Paper Pound of 1797–1821. Contains a Reprint of the Bullion Committee Report* / Ed. E. Cannan. — 1919/ (reprint — General Books LLC, 2010). — P. XLIV.

¹⁶⁶ Статті привернули до себе увагу, і незабаром їх видали окремою брошурою з назвою «Висока ціна золотих злитків» (*Ricardo D. The high price of bullion, a proof of the depreciation of bank notes* / D. Ricardo. — L.: Harding & Wright, 1810).

чатку 1808 р. в одному тільки Лондоні таких товариств було 42¹⁶⁷, серед них сім страхових компаній, зокрема найвідоміша Alliance Insurance Company.

Закінчення війни з Наполеоном і відкриття континентальних портів для англійських кораблів (а континентальних ринків — для англійських товарів) спричинило спекулятивний ажіотаж, хоча реальний попит на англійські товари був менше очікуваного. Надлишок цих товарів у континентальній Європі призвів до падіння цін на них, і у 1816 році цей спекулятивний пазир лопнув. Однак, незважаючи на цю порівняно незначну торговельну кризу, загалом британська фінансова система після закінчення наполеонівських війн переживала період підйому.

Після закінчення у 1815 р. наполеонівських війн і занепаду Амстердаму відбувся приплив в Англію значних капіталів з континенту, головним чином з Нідерландів. Саме в Англії на той час сформувалася фінансова інфраструктура й виникли необхідні інститути, які надавали можливість вигідно вкласти ці капітали. Так були створені всі необхідні умови для перетворення Лондону на загальноєвропейський, а потім і світовий фінансовий центр. У країні вже існував ринок цінних паперів, на якому переважали британські державні облігації. Крім банку Англії у 1762 р. заснували банк Берингів, у 1811 р. — банк Ротшильда, а також декілька інших англійських банків.

Під час нетривалого промислового спаду 1819 р. Англія перейшла від біметалічного стандарту (прийнятого в той час у більшості країн Європи)¹⁶⁸ до золотого стандарту. Це відбулося незважаючи на те, що спершу деякі банкіри та брокери чинили опір цьому. У 1819 р. відновився обмін британських банкнот на золото, скасований у 1797 р. на час наполеонівських війн. Той факт, що «британський фунт так само надійний, як золото» (як казали в той час) визначив його роль у XIX столітті як основної міжнародної валюти.

Загальний економічний підйом у Великій Британії розпочався незабаром після виходу з депресії 1819 р., хоча цей підйом був досить нерівномірним у різних галузях промисловості. У текстильній промисловості деяке пожвавлення поча-

¹⁶⁷ Сім компаній з виробництва пива, п'ять винних, а також компанії з видобутку корисних копалин, обробки вовни й пошиття одягу.

¹⁶⁸ У середньовічній Англії був поширений срібний стандарт (адже фунт стерлінгів — це дослівно «фунт срібла»), у XVIII ст. — біметалічний стандарт. Новий золотий фунт дорівнював 113,0016 г чистого золота.

лося з 1820 р., у металургійній — з 1822 р. До середини 1822 р. загальний промисловий підйом уже був помітним для всіх, хоча тривав він недовго — перші ознаки наближення економічної кризи стали проявлятися наприкінці 1824 р., а восени 1825 р. і економічна, і фінансова кризи відчувалися вже повною мірою¹⁶⁹.

Британська економічна система почала стабілізуватися після періоду наполеонівських війн. Ці війни й пов'язана з ними фінансова активність призвели до того, що фінансовий ринок в Англії процвітав. Наявність великого обсягу вільних капіталів і постійне зниження облікової ставки призвело до появи в банку Англії надлишку золота. Банк підвищив дивіденди за своїми акціями з 7 % річних у 1805 р. до 12 % — у 1821 р., а також збільшив кількість співробітників. Крім того, всюди відкривалися нові провінційні банки.

Під час підйому 1822–1824 рр. темпи зростання обсягів виробництва й торгівлі були не дуже високими — з 1820 по 1825 р. обсяг промислового виробництва зріс на 30 %, а обсяг експорту з 1815 по 1825 р. — лише на 14 %¹⁷⁰. Темпи зростання виробництва стримувалися обмеженими можливостями експорту, а ті, у свою чергу, визначалися тим, що після закінчення наполеонівських війн виникли труднощі в збуті британських товарів у країнах Європи. Час, коли Британія контролювала всю міжнародну торгівлю, залишився в минулому, і лідерство доводилося ділити з іншими країнами, які дедалі більше виходили на товарні ринки. Завдяки зростанню промислового виробництва у Франції, США й Німеччині, продукція цих країн дедалі більше конкурувала із британськими товарами — ще не якістю, але принаймні ціною. Крім того, у кількох країнах Європи після закінчення війн з Наполеоном були запроваджені митні обмеження для захисту внутрішніх ринків від англійських товарів.

¹⁶⁹ Обсяг експорту промислової продукції зріс із 42,9 млн фунтів у 1815 р. до 48,7 млн — у 1824 р., але потім знизився під час кризи 1825–1826 рр. до 41,0 млн. Крім самої кризи на зниження англійського експорту вплинуло також те, що основний ринок збуту для англійських товарів у країнах Європи значно скоротився внаслідок наполеонівських війн та через зростання власної промисловості у Франції та Німеччині.

¹⁷⁰ Baines E. History of the Cotton Manufacture in Great Britain / E. Baines. — London: R. Fisher and P. Jackson, 1835. — P. 350.

Однак були не пов'язані з поживленням промисловості дві основні причини, завдяки яким звичайний промисловий підйом переріс у спекулятивний бум середини 1820-х років — підвищена кількість вільного капіталу та зростання експорту капіталу в країни Латинської Америки за допомогою латино-американських цінних паперів.

Надлишок вільних капіталів і надалі не раз ставав важливою умовою виникнення акціонерного буму й спекулятивного ажіотажу, який практично завжди завершувався фінансовою кризою, «здуванням» спекулятивного пузиря, падінням курсів цінних паперів і збитками інвесторів. Відрізнялися лише найменування паперів, назви компаній, які їх випустили, та соціально-економічні чи технологічні інновації, які стимулювали захоплення інвесторів і біржових спекулянтів новими інструментами ринку цінних паперів.

Надлишок вільного капіталу перед бумом і кризою середини 1820 років був спричинений періодом депресії 1819 р., коли стало проблематично вигідно вкласти капітали, отримані як дохід від торгівлі або з інших джерел (зокрема за рахунок прибутку з облігаційних позик). Зазвичай саме цей вільний капітал, який накопичується в період депресії й спаду, живив майбутній підйом, а в силу природного прагнення до максимальної прибутковості інвестицій, цей капітал потім починав роздувати спекулятивний пузир.

У Великій Британії в період наполеонівських війн, з 1793 по 1816 р., уряд акумулював (переважно за рахунок випуску й розміщення облігаційних позик) 1573 млн фунтів — величезну на той час суму. Після закінчення війни витрати на військові потреби зменшилися з 70 млн фунтів у 1814 р. до 12–15 млн фунтів на рік у 1817–1825 рр. Випуск нових облігаційних позик скоротився, а доходи інвесторів у вигляді процентних виплат за попередніми позиками продовжували накопичуватися, створюючи масу вільного капіталу. Завдяки нагромадженню цього капіталу кредит став дешевшати, стаючи доступним. Почалася кредитна експансія, яка (як показав досвід наступних криз) завжди живила спекулятивний бум на ринку цінних паперів. Адже більшість цих паперів (принаймні в Англії) купували в кредит. Кредитна експансія розширювалася також завдяки зростанню мережі провінційних британських банків. А ще завдяки відновленню в 1821 р. обміну банкнот на золоті монети, що підвищувало загальну довіру до фінансової системи.

Виникнення інтересу до іноземних цінних паперів

Характерною рисою початку 1820 років стала зацікавленість інвесторів іноземними облігаціями. Нагромадження вільних капіталів не тільки стимулювало акціонерне засновництво й спекулятивний ажіотаж, але й створювало умови для розширення експорту капіталу через його вкладення в іноземні облігації. З 1815 по 1830 р. в іноземні папери було інвестовано загалом 76 млн фунтів, а тільки за два роки у 1824–1825 рр. — 37 млн фунтів, зокрема в латиноамериканські папери — 21,3 млн фунтів¹⁷¹.

Однак основною причиною інтересу до іноземних цінних паперів стало зниження прибутковості британських паперів (з 5 % у 1816 р. до 3,8 % у 1822 р. і 3,3 % у 1824 р.), так само як і французьких державних облігацій (яка становила в середньому тоді 5 %). Знижувалася прибутковість інших англійських цінних паперів (зокрема акцій Банку Англії та Ост-Індської компанії).

За час наполеонівських війн державний борг зріс до 700 млн фунтів. Після закінчення війн бюджетні витрати значно скоротилися, тому з'явилася можливість знизити розмір боргу. Оскільки збільшення державного боргу стало уповільнюватися¹⁷², а потім борг взагалі почав зменшуватися, то відповідно скорочувався випуск британських державних облігацій. Ці облігації — знамениті британські консолі, що випускалися з 1750 року (і приносили інвесторам стабільний дохід, що виплачувався 4 рази за рік), стали символом надійності вкладення капіталів. «Йдуть консолі в гору, чи падають, однак Лондон став неймовірно багатим», — говорив про ці облігації Д. Голсуорсі¹⁷³.

¹⁷¹ Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. — С. 328–329.

¹⁷² Докладніше про динаміку державного боргу Англії в ці роки див.: Neal L. The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System / L. Neal // Federal Reserve Bank of St. Louis. Review. — 1998. — May–June. — P. 55, 56 (Figure 1). У 1784 р. борг досягнув 215 % ВВП, у 1815–222 %, у 1821–268 % (Ferguson N. Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1800–2000 / N. Ferguson. — New York: Basic Books, 2001. — P. 124). Хоча ВВП не тотожний сучасному показнику ВВП, зростання боргу у відсотках загалом інформативне.

¹⁷³ Голсуорсі Д. Сара о Форсайтах / Д. Голсуорсі. — <http://www.bookz.ru>

Скорочення державного боргу означало, що дохід за облігаціями також буде знижуватися, тому в 1822 р. вирішили конвертувати 5 % консолі в 4 %. Незадоволені цим інвестори мали право відмовитися від конвертації, і в такому разі облігації викупували в них за номіналом. Більшість інвесторів так і зробили, після чого в них з'явилося загалом приблизно 3 млн фунтів вільних капіталів, які вони хотіли б знову вигідно вкласти. Вибір акцій у той час був ще не дуже великий, до того ж ці папери вважалися ризикованими. Тому інвестори звернули свою увагу на облігації іноземних позик.

Першою з них була позика Франції на 28 млн фунтів, призначена для компенсації Англії військових витрат. Позика була успішно розміщена банком Берингів у 1817 році. Після цього банк Ротшильда розмістив 5 % позику Пруссії на 5 млн фунтів (облігації пропонували придбати за вигідним для інвесторів курсом — 72 % номіналу). Після вдалого розміщення цих позик британські банки вивели на ринок облігації Австрії, Данії, Іспанії й Російської імперії. Таким чином створили прецедент, а іноземні облігації знайшли своє місце на британському ринку цінних паперів. А головне — місце у свідомості інвесторів.

Поява латиноамериканських цінних паперів

На початку XIX століття після війни Франції та Іспанії, коли в Іспанії в 1820–1823 рр. відбулася революція, в іспанських колоніях у Латинській Америці почалася війна за незалежність під керівництвом Симона Болівара (1783–1830). Після цього виникло декілька нових держав — Венесуела, Гаїті та Велика Колумбія (у неї входила територія сучасних Болівії, Еквадору, Панами й Колумбії). За прикладом цих країн незалежність проголосили Парагвай (1811), Бразилія (1812), Аргентина (1818), Чилі й Перу (1821). Нові незалежні держави потребували фінансування. За словами оглядача лондонської Times, «усі нові держави Америки без винятку позичали гроші в Англії для завоювання незалежності й консолідації свого суспільного ладу. Армії й флоти нових держав споряджені за допомогою британських позик, а іспанська й португальська монархії переможені Біржовим провулком. Мексика, Колумбія, Буенос-Айрес, Чилі й Бразилія — усі вони боржники лон-

донських купців або маклерів, які продавали іноземні цінні папери. Але кожен покупець південноамериканських паперів має усвідомлювати, що він купує їх на свій страх і ризик». Однак, які б не були доходи англійських фінансистів від цих позик, «гроші, узяті в борг зараз і вивезені переважно у вигляді англійських товарів, мають значення не тільки для тимчасового заохочення англійської промисловості, але й щоби привчити нові держави до англійського порядку»¹⁷⁴.

«Недавно відкритий ринок заповнюється надлишками англійських товарів, причому товари викидаються на цей ринок без точного врахування справжніх потреб і купівельної спроможності споживача... звичайне явище в історії світових ринків. Після падіння Наполеона, коли європейський континент відкрився для торгівлі, імпорт із Англії опинився в такій невідповідності з купівельними можливостями континенту, що перехід від війни до миру став більш катастрофічним, ніж сама континентальна блокада». Визнання незалежності іспанських колоній в Америці «також сприяло виникненню торговельної кризи 1825 року. Товари, розраховані на московський клімат, були тоді спрямовані в Мексику й Колумбію»¹⁷⁵.

Зростання експорту капіталів і товарів у країни Латинської Америки в поєднанні недостатньою інформацією про реальний стан товарних і фінансових ринків цих країн, а також промисловим підйомом в Англії, стали сприятливим ґрунтом для спекулятивного буму середини 1820-х років. Але не товарний експорт був у центрі цього буму, а латиноамериканські цінні папери.

Найпростішим способом залучити британські інвестиції для країн Латинської Америки стали зовнішні облігаційні позики. Щоб самостійно випустити ці облігації, обов'язковою умовою для латиноамериканських країн мала бути наявність фондових бірж, яких там не існувало. Тому облігації цих позик, номіновані у фунтах стерлінгів, випускалися в Лондоні на замовлення держав Латинської Америки. Емісія облігацій у британських фунтах надавала можливість одразу вивести ці папери на Лондонську біржу.

¹⁷⁴ The Times. — 1825. — 27 August (цит. за: Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. — С. 329).

¹⁷⁵ Маркс К. Англо-китайский договор / Маркс К. // Собр. соч. / Маркс К., Энгельс Ф. — Т. 12. — С. 135.

Загалом у 1822–1825 рр. британські комерційні банки випустили двадцять зовнішніх облігаційних позик на загальну суму 40 млн фунтів як для європейських країн, так і для держав Центральної й Південної Америки. Деякі з таких паперів були зовсім екзотичні, хоча, мабуть, фіктивні: наприклад, облігації «імператора Китаю» або «Великого Лами». Однак все це не перешкодило виникненню лондонського ринку іноземних паперів, після того як ці облігації замінили собою французькі *rentes* як основні міжнародні цінні папери. Важливе значення мала також конкурентна боротьба британського фінансового ринку й французького, яка відображала протистояння цих двох країн.

Першою розмістила на лондонському ринку свої 6 % облігації Венесуела (у березні 1822 р.) на суму 2 млн фунтів (термін — 22 роки). Хоча в Англії офіційно було заборонено розміщати позики із прибутковістю більше 5 % (вони вважалися ненадійними й спекулятивними), цю заборону легко обійшли — офіційно позика розміщала в Парижі, але практично — у Лондоні. Курс розміщення оголосили на рівні 84 % номіналу для тих, хто купував облігації в кредит. Для тих, хто одразу платив повну вартість, ціна розміщення могла бути ще нижче. У рекламі позики стверджувалося, що позика забезпечується доходами від золотих і срібних шахт країни, а також від експорту тютюну. Хоча молода держава ще не мала ніякої кредитної репутації, вона не мала і боргів. Це приваблювало інвесторів, які вже почали звикати до іноземних облігацій європейських країн. Розміщення венесуельських облігацій відбулося швидко, і на вторинному ринку їхня ціна почала швидко зростати до 92 %, а потім і до 97 % номіналу.

Успішне розміщення в Лондоні позики Венесуели стало прикладом для інших країн Латинської Америки. У травні 1822 р. була випущена 6 % облігаційна позика Чилі на 1 млн фунтів на термін 20 років (ціна розміщення становила 70 % номіналу). Облігації продавали в кредит (перший внесок був лише 10 %), хоча придбати папери можна було на суму не більше 500 фунтів для одного інвестора. Гарантією позики стали доходи країни, офіційно заставлені в Банку Англії. Цю позику також розмістили дуже швидко, а ціна паперів незабаром піднялася з 72 % до 88 %.

За прикладом Чилі випустили 6 % облігації Перу (на суму 1,2 млн фунтів, ціна розміщення — 75 % номіналу). Ці облігації

інвестори придбали ще швидше, ніж позики інших країн. Інвесторів особливо зацікавили вигідні умови придбання в кредит, і багато облігацій, оплачених лише на 10%, з'явилося на вторинному ринку. Разом із швидким зростанням їхнього курсу можна було перепродавати частково оплачені папери, одержуючи помітний прибуток без подальшого вкладення власних капіталів.

У періоди надлишку вільних грошей потрібен лише невеликий поштовх для початку чергового буму. Так було в Англії на початку 1820-х років, коли власники капіталів стали виявляти зацікавленість у пошуку нових ринків. А на початку 1820-х років поштовхом до початку буму стала поява таких ринків у Латинській Америці, а також поширення латиноамериканських цінних паперів на Лондонській біржі.

Операції з латиноамериканськими цінними паперами спершу не дозволяли на Лондонській біржі. Однак оскільки до них існував реальний інтерес інвесторів, виникла загроза формування неорганізованого стихійного ринку. Тому у січні 1823 р. на Лондонській біржі створили як окремий підрозділ ринку іноземних цінних паперів (Foreign Funds Market). Він одразу привернув до себе увагу — на ньому зареєструвалося близько 200 активних учасників¹⁷⁶. Так Лондонська біржа продемонструвала свою здатність швидко реагувати на реальні потреби та інтерес інвесторів до нових цінних паперів.

Однак у суспільстві не всі поділяли ентузіазм щодо латиноамериканських цінних паперів, які раптово поширилися на лондонському ринку. Консервативно налаштовані критики цих позик нагадували про те, що Південна Америка надто далеко від Англії, щоб можна було мати достовірну інформацію про реальний стан справ у країнах цього континенту. Адже інформацію про природні багатства, зокрема родовища золота й срібла, брали переважно з рекламних проспектів випусків облігацій. Всі розуміли, що інформація могла бути прикрашеною. Критики нагадували, що в Південній Америці недавно закінчилася визвольна війна, уряди нових держав щойно сформовані, про їхню економічну компетентність нічого не відомо. Крім того, жодна з цих держав офіційно не була визнана Великою Британією, тому поставало питання про їхню політичну стабільність та подальшу долю.

¹⁷⁶ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 67.

Однак Англія прагнула зміцнити свій вплив у цьому регіоні світу, і популярні в ті роки настрої симпатій до латиноамериканських «борців за незалежність» підігрівали інтерес британських інвесторів до цінних паперів цих молодих держав. В англійському суспільстві вірили, що ці країни мали великі природні ресурси, які не були ефективно використані через деспотичне іспанське правління. Але якщо в ці країни почнуть надходити англійські капітали, то ситуація радикально зміниться.

Особливий інтерес був до золотих і срібних копалень в Мексиці й Перу, розробка яких була майже повністю припинена в роки війн за незалежність, і поновлення якої потребувало інвестицій. І хоча чутки про багатство цих копалень справді були перебільшеними, але вони добре підігрівали загальний азіотаж, стимулюючи британських інвесторів засновувати численні акціонерні компанії для розробки всіх цих багатств.

З 1815 по 1830 рр. не менше 76 млн фунтів британського капіталу інвестували в іноземні цінні папери. Тільки в 1824–1825 рр. Англія надала зовнішніх позик (під 5–6 %) на 37 млн фунтів¹⁷⁷. Значна частина цих позик була пов'язана саме з країнами Центральної й Південної Америки (Бразилія, Колумбія, Мексика, Перу, Гватемала). Експорт капіталу в ці країни зріс у 1822–1825 рр. з 3,2 млн фунтів до 6,4 млн фунтів.

Відтік капіталів з Англії в Південну Америку переважно у формі золота й срібла (особливо сильний у 1824 р.) був настільки великий, що створив дефіцит золотих монет, і Банк Англії був змушений збільшити обсяг емісії паперових грошей. Крім того, провінційні англійські банки, що також мали право емісії банкнот, теж наповнили ринок паперовими грішми.

Спекулятивний бум став надто сильним, і на початку 1825 року в ділових колах Лондону поширилися чутки про неминуче наближення краху. Помилкою Банку Англії було зниження облікової ставки, що зробило кредит ще більш доступним. Інші англійські банки також знизили ставку, і це лише підсилювало загальний спекулятивний азіотаж.

¹⁷⁷ Jenks L. H. The Migration of British Capital to 1875 / L. H. Jenks. — New York: Knopf, 1927. — P. 329.

Латиноамериканські акції

Не менш популярними в той час були латиноамериканські акції. Після того як у ці країни почав надходити британський капітал, у них почалася хвиля акціонерного засновництва — стали створюватися перші компанії з видобутку золота й срібла. Часто ці компанії були невеликими (іноді взагалі фіктивними), вони не проводили реальної діяльності, а їхньою єдиною метою було отримати прибуток від продажу акцій.

Особливо активно рекламували вигідність інвестицій в акції компаній, що добували срібло в Латинській Америці, — спекулятивні ціни на ці акції часто в багато разів перевершували їхню номінальну вартість. Усі акції під час розміщення купували в кредит зі сплатою початкового внеску 10 %. Багато їхніх власників взагалі не планували оплачувати повністю ці папери, а купували їх з метою через якийсь час перепродати із прибутком, оскільки курси всіх акцій зростали. Так, акції United Mexico з номіналом 40 фунтів, оплачені переважно не більше ніж на 25 % (10 фунтів з 40) продавали в січні 1825 р. (коли зростання цін було максимальним) по 115–155 фунтів; акції Real del Monte, за які сплатили в середньому по 70 фунтів, продавали тоді по 1350 фунтів.

Механізм спекулятивних операцій з акціями інвестори вже добре розуміли. Під час дискусій у британській палаті громад неодноразово підкреслювали, що єдина мета більшості акціонерних компаній — продаж акцій і подальша біржова гра на їхнє підвищення незалежно від реального стану справ компанії. У парламенті обговорювався такий типовий приклад: створюється акціонерне товариство для видобутку тих чи інших корисних копалин (срібла, міді тощо) у Південній Америці, бажано в місці максимально віддаленому, про реальний стан справ у якому важко одержати інформацію. Втім, товариство могло бути взагалі не пов'язане з Південною Америкою, а займатися в Англії будь-якою іншою діяльністю. Адже під час акціонерного ажіотажу характер діяльності вже не мав ніякого значення, тому що насправді ніхто не збирався цією діяльністю займатися. Зазначивши в статуті капітал 1 млн фунтів, товариство випускало 10 тис. акцій по 100 фунтів і розподіляло їх серед 50 «своїх» людей. Сплачуючи лише по 5 фунтів за акцію номіналом 100 фунтів, «свої люди» викупували весь пакет

акцій. Потім за допомогою реклами піднімали курс частково оплачених акцій з 5 до 50 фунтів, після чого продавали їх з 10-кратною вигодою для себе (іноді курс вдавалося підняти й більше). Така практика тоді була звичайною, але на неї закривали очі — у цих операціях здебільшого брали участь відомі особи з членів обох палат парламенту. Казали, що через посередників до цього долучалися навіть архієпископ Кентерберійський і члени королівської сім'ї. Тому багато подібних товариств засновували одні й ті самі особи¹⁷⁸.

Зважаючи на високу прибутковість акцій і велику кількість вільних капіталів, накопичених в Англії, «всі... класи населення кинулися на фондову біржу спекулювати на підвищення... принци, аристократи, політики, чиновники... філософи, поети, дівчата, дружини та вдови пішли на біржу, щоб вкласти частину своїх грошей в підприємства, про які вони нічого не знали, крім назви»¹⁷⁹. У цьому спекулятивному азіотажі взяли участь всі верстви суспільства, зокрема люди, які раніше не мали ніяких справ із цінними паперами. За словами У. Теккерея, «...у лондонському Сіті стало модним засновувати всякого роду компанії, завдяки яким багато хто нажив собі неабиякий статок», проводячи «грандіозні операції... з іспанськими, грецькими й колумбійськими акціями». Інвестори поставилися з довірою до засновників нових компаній — адже «їм довірене багатство... нашої славної імперії», тому «вся країна чекає від них... чесності»¹⁸⁰.

Початковий підхід, характерний для початку індустріальної революції у XVIII столітті, коли вважалося, що потрібно просто «робити пристойно роботу, і вона дасть дохід», змінився зовсім іншим настроєм. «Акції та облігації: от що було важливе, а не робота»; тому потрібно «починати з максимально можливим капіталом, а потім продати якнайбільше акцій»¹⁸¹.

¹⁷⁸ The Parliamentary Debates from the Year 1803 to the Present Time [Ed. T. Hansard]. — L.: T. Hansard & Pater Noster Press, 1826. — Vol. XII (28. 02. 1825, 16. 03. 1825). — P. 718, 1049; Vol. XVI. (5. 12. 1826). — P. 244, 277.

¹⁷⁹ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы / М. И. Туган-Барановский. — М.: Наука, Российская политическая энциклопедия, 1997. — С. 93.

¹⁸⁰ Теккерей У. История Сэмюэла Титмарша и знаменитого бриллианта Хогарти / У. Теккерей. — <http://lib.meta.ua>

¹⁸¹ Ці слова Генрі Форда були сказані про інший час, але вони дуже добре передають настрій спекулятивного буму 1820-х років в Англії (Форд Г. Цитати из произведений / Г. Форд. — <http://www.foxdesign.ru>).

Іноді історики пишуть, що важко пояснити спалах інтересу британських інвесторів до прибуткових цінних паперів недавно створених держав Латинської Америки. Адже британські цінні папери були надійними, а вкладення великих капіталів в іноземні цінні папери низької якості відволікало значні фінансові ресурси від їхнього інвестування в британську економіку¹⁸². Однак інтерес інвесторів легко пояснити природним прагненням отримати підвищений прибуток. Навіть хоча був у цьому ризик через недостатню інформацію про реальний стан економіки цих країн, високі ціни на акції та активне заснування нових компаній створювали ілюзію небаченого раніше процвітання та підйому.

Так розпочався спекулятивний бум 1824–1825 рр., який досяг свого максимуму на початку 1825 рр.¹⁸³. Прискорило розвиток буму також і те, що з ініціативи міністра торгівлі Вільяма Хаскисона (1770–1830) у 1825 р. Парламент вирішив скасувати Bubble Act, після чого в акціонерному законодавстві виник пробіл. Негативні наслідки цього показала криза 1825 р.

Акціонерне засновництво 1820-х років у Великій Британії

Спекулятивний бум, зосереджений на латиноамериканських паперах, насправді був пов'язаний не тільки з ними. Разом з бумом навколо латиноамериканських паперів виникла хвиля акціонерного засновництва у Великій Британії. Після успішного розміщення цінних паперів заснованої Натаном Ротшильдом страхової компанії Alliance Fire and Insurance Company у Лондоні почалося масове створення нових компаній. Вони часто проголошували досить дивні (та не дуже реалістичні) види діяльності, такі як підведення в Лондон морської води для ванн (Metropolitan Bath Company) тощо. Очевидно, що справжньою метою таких проєктів були тільки продаж акцій і одержання грошей. Навіть у той час помітну роль в акціонерному бумі відіграло залізничне заснов-

¹⁸² Lewis W. A. Growth and Fluctuations, 1870–1913 / W. A. Lewis — London: Allen & Unwin, 1978. — P. 177.

¹⁸³ Детальніше див: Anderson R. Bagehot on the Financial Crises of 1825...and 2008 / R. Anderson. — <http://www.research.stlouisfed.org>

ництво, хоча справжній залізничний бум був ще попереду, в 1840-ті роки¹⁸⁴.

Звичайною стала практика запрошення у співзасновники членів парламенту й представників аристократії, що додавало престижність новій компанії. Потім ці почесні співзасновники ставали членами рад директорів. Герцог Веллінгтонський і герцог Йоркський були членами ради директорів пароплавної American Colonial Steam Navigation Company, член парламенту й два графи — членами ради директорів компанії з видобутку перлів — Colombian Pearl Fishery Association. Загалом у Великій Британії у 1824–1825 рр. заснували 264 нових компаній. У січні 1825 р., коли засновницький бум став максимальним, за один місяць випустили близько 70 найменувань цінних паперів нових компаній.

Загалом під час буму за рахунок капіталів британських інвесторів у різних країнах створили 624 нових акціонерних компаній із загальним капіталом у 372 млн фунтів¹⁸⁵ (фактично із цього капіталу зібрали не більш 10–15 %). Серед них були сільськогосподарські компанії в Канаді, Австралії та Індії, а також численні акціонерні компанії, пов'язані з видобутком корисних копалин у Латинській Америці. Загальний обсяг іноземних облігацій країн з ринками, що формувалися (Австрії, Греції, Португалії, Данії, а також латиноамериканських держав) досягав у 1825 р. 32 млн фунтів, з них папери на 25,3 млн придбали інвестори.

Характерною для того часу була історія Джеймса Моррісона (James Morrison, 1789–1857), одного з найвідоміших британських мільйонерів XIX століття, який розбагатів на торговельних операціях з Південною Америкою. Моррісона багато хто вважав генієм комерції — почавши майже з нуля, він став «королем» текстильної промисловості, створивши до кінця 1820-х років бізнес із оборотом близько 2 млн фунтів (приблизно 200 млн фунтів за сьогоднішніми цінами). Близько мільйона фунтів він інвестував у будівництво перших американських доріг, але ще більші капітали витратив на організацію

¹⁸⁴ У 1824 і 1825 р. заснували 48 залізничних компаній із загальним капіталом 22 млн фунтів (Times. — 1825. — 30 Sept.).

¹⁸⁵ Kindleberger C. A Financial History of Western Europe / C. Kindleberger. — London: Routledge, 1984. — Р. 199; Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. — СПб: Питер, 2010. — С. 229.

торгівлі між Кантоном у Китаї та чилійським портом Вальпараїсо. Основні інтереси Моррісона як інвестора були пов'язані з Південною Америкою — перспективність цього регіону, який швидко розвивався, він зрозумів одразу. Присутність британських капіталів у Ріо-де-Жанейро, Буенос-Айресі й Вальпараїсо була значною вже з початку XIX ст. Британців цікавили вовна й шкіра, у той час як Аргентина купувала в Англії готові текстильні вироби й продукцію металообробної промисловості. У той час як у Бразилії основними інвесторами були лондонські Ротшильди (Бразилію навіть називали тоді «країною Ротшильдів»), в Аргентині, Чилі, Венесуелі й Мексиці основними британськими інвесторами стали не тільки банк Baring Brothers (визнаний лідер і організатор кредитів для урядів латиноамериканських країн), але й банк Morryson, Cryder & Co, заснований Джеймсом Моррісоном¹⁸⁶.

Афера генерала Макгрегора

Під час латиноамериканського буму особливу популярність набула історія генерала Грегорі Макгрегора, який зумів випустити та поширити облігаційну позику неіснуючої держави Пояїс (Poyais). Макгрегор уперше з'явився в Лондоні наприкінці 1822 р., оголосивши себе правителем маленької, але нібито дуже багатой держави біля Нікарагуа. Він приїхав до

¹⁸⁶ Справу Дж. Моррісона продовжив його старший син Чарльз Моррісон (1817–1909), який став одним із найбільших фінансистів другої половини XIX ст. (його інвестиційний портфель досягав 12 млн фунтів). У 1863 р., через шість років після смерті Джеймса Моррісона, Чарльз разом із діловим партнером і другом покійного батька, Джоном Діллоном, вирішив реорганізувати компанію батька Morrison, Dillon & Co і заснувати нову фірму Fore Street Warehouse Company. Після цього 10 тис. акцій номіналом 1 фунт і 30 тис. по 20 фунтів швидко продали, і Чарльз одержав у своє розпорядження чималий стартовий капітал — 600 тис. фунтів. Він хотів розширити свій вплив в Аргентині, тому в другій половині 1870-х років почав скуповувати акції банку Mercantile Bank of River Plate (заснованого в 1872 р.), обравши для цього підходящий момент, коли курс акцій сильно знизився. До 1880 р. він став другим за величиною портфеля акціонером банку, а в 1881 р. заснував нову компанію, River Plate Trust, Loan & Agency Co, яка використовувала фінансування з боку Mercantile Bank of River Plate. У 1895 р. Чарльз володів акціями більше 20 аргентинських компаній на загальну суму на 0,5 млн фунтів (Dakers C. A Genius for Money. Business, Art and the Morrisons / C. Dakers. — New Haven: Yale University Press, 2011. — P. 212, 214–215).

Англії, щоб привернути увагу до своєї країни і продати землі, щоб отримати гроші.

Як з'ясувалося вже потім, сер Грегорі Макгрегор був шотландським авантюристом і ветераном наполеонівських війн. Не маючи можливості розплатитися із численними боргами, він втік до Венесуели, де приєднався до армії Симона Болівара і став учасником визвольної війни в Південній Америці. Макгрегор розповідав в Англії, що він дослужився до звання генерала, і королівство Пояіс йому подарував сам Болівар. Однак в Англії багато хто вважав, що насправді в Америці він не воював, усю цю історію просто вигадав і видавав себе в Європі за латиноамериканського героя й генерала так само, як у Південній Америці — за героя наполеонівських війн і лицаря якогось «португальського ордена хреста».

Втім, частково розповіді Макгрегора були правдиві. Він справді воював в армії Болівара та одружився з його двоюрідною сестрою Жозефі. Як родич Болівара він став шанованою людиною у Південній Америці, де вважався одним із героїв визвольної війни. Важко сказати, що змусило його піти на аферу з облігаціями Пояіса — адже він міг би спокійно та заможного жити в Південній Америці, де перед ним були відкриті всі двері. Можливо, такий він мав авантюристичний характер.

А землі Пояіса Макгрегору подарував вождь племені, що жило у цій місцевості. Це узбережжя не було ніким колонізоване, тому подарунок був цілком законним (в Англії Макгрегор навіть оформив дарчий акт). У 1720 р. там було засноване невелике британське поселення Сент-Джозеф, але в часи Макгрегора від нього майже нічого не залишилося.

Опинившись у Лондоні, Макгрегор дізнався, що там дуже популярні облігаційні позики латиноамериканських країн, і вирішив випустити облігації свого маленького королівства. Щоб привернути інвесторів і покупців земель, він не пожалкував грошей і видав у Лондоні докладний путівник своєю країною, розхвалюючи її як одне з найкрасивіших місць на землі. Як стверджувалося в путівнику, ґрунт країни родючий, а клімат сприятливий для європейців. У той час в Англії був попит на бавовну, потрібну для текстильної промисловості, і в путівнику стверджувалося, що на землях королівства Макгрегора росте дика бавовна. Нібито там без особливої праці можна було створювати бавовняні плантації, вклавши лише 150 фунтів, які за один рік дадуть прибуток у 100 фунтів. Ще у книзі писалося,

що в столиці країни, місті Сент-Джозеф, побудовані розкішні й величні королівський палац, оперний театр, кафедральний собор, будинок парламенту й банк¹⁸⁷. Як потім виявилось, все це було вигадане, насправді землі Макгрегора являли собою ні для чого не придатні заболочені джунглі. Але в 1822 році цього ще ніхто не знав, і на загальній хвилі захоплення Латинською Америкою легко можна було повірити в легенду Макгрегора.

Усе це робилося для того, щоб продати права на земельні ділянки. А головне, щоб випустити й розмістити облігаційну позику Пояісу, зібравши гроші. За прикладом інших латиноамериканських облігацій, 6 % позику цієї вигаданої держави на суму 200 тис. фунтів випустили на 30 років нібито з метою стимулювати колонізацію країни й будівництво нових міст. Облігації продавали в кредит з першим внеском 15 %, іншу частину суми сплачували двома рівними частинами через три, а потім чотири місяці. Розміщення паперів почалося 23 жовтня 1822 р., саме після успішних розміщень облігацій Колумбії, Чилі й Перу. Інвестори психологічно були готові купувати облігації далеких країн, про які вони нічого не знали. Для них якийсь Пояіс нічим не відрізнявся від інших нових держав Латинської Америки. Думки про те, що цієї країни взагалі не існує, тоді навіть у голову нікому не могли прийти.

Момент для розміщення позики обрали вдало — інтерес до латиноамериканських паперів був тоді максимальним. Незабаром, у листопаді цього року, уряд Колумбії заявив, що її облігаційна позика не була законною й що представник Колумбії в Англії Антоніо Зеа почав цю справу на свій страх і ризик, перевищивши повноваження. Подібні сумніви незабаром виникли щодо позики Перу. До того ж Франція оголосила війну Іспанії, тому виникла погроза нової колонізації Латинської Америки, цього разу вже французами, У листопаді стали знижуватися курси латиноамериканських паперів — колумбійські облігації продавали вже не по 97, а по 69 % номіналу. Курс облігацій Пояісу також опустився до 67 %.

Тим часом продаж земель у неіснуючому королівстві йшов непогано, і було укладено 500 угод. На початку 1823 року 200 колоністів, що купили землі, вирушили туди на двох ко-раблях. Тоді нарешті відкрилася правда, що такої держави

¹⁸⁷ Sinclair D. Sir Gregor Macgreror and the Land that Never Was: The Extraordinary Story of the Most Audacious Fraud in History / D. Sinclair. — Cambridge, MA: Da Capo Press, 2004. — P. 6, 16, 19–20, 66–69.

взагалі немає, землі в зазначеному місці заболочені, населені ворожими племенами і загалом не придатні для життя. На той час, коли це з'ясувалося, Макгрегор уже втік з Англії у Францію. За облігації він зміг зібрати тільки 15 % від суми позики, розміщеної не повністю. З урахуванням усіх своїх витрат на рекламування багатства Пояісу він заробив не дуже багато.

Макгрегор повернувся у Венесуелу, де його з пошаною прийняв президент країни. Його генеральське звання підтвердили, і він одержував чималу генеральську пенсію. Помер він у 1845 р. у Каракасі, де був похований з почестями як герой і соратник Болівара.

Розпал буму навколо латиноамериканських паперів

Зниження курсів латиноамериканських паперів було нетривалим. У наступному 1823 р. на Лондонській біржі розміщують позики Австрії й Португалії, у 1824 р. нові латиноамериканські позики — Бразилії (на 1,2 млн фунтів), Мексики (3,2 млн фунтів), Колумбії (4,3 млн фунтів), міську позику Буенос-Айресу на 1 млн фунтів. Крім латиноамериканських паперів на фінансовому ринку з'являються облігації Греції й Неаполітанського королівства. У 1825 р. розміщення іноземних облігацій триває — випущені нові позики Бразилії (2 млн фунтів), Мексики (3,2 млн фунтів), Перу й Центрально-Латиноамериканської конфедерації, а також Данії та Греції. Втім, не всі випуски облігацій продали повністю, і вони частково залишилися в портфелях банків, які їх розміщували. Крім того, досить часто повторні випуски облігацій однієї країни використовували для рефінансування попередніх позик¹⁸⁸.

¹⁸⁸ Іноді окремі випуски іноземних цінних паперів розміщували в Лондоні за зниженою ціною — другу емісію позики Перу розміщували по 78 %, а нерозпродану частину облігацій пропонували за ціною 30 % номіналу. Неповне розміщення позик було тоді звичайною справою, і папери залишалися в банків-андеррайтерів, обтяжуючи їхні портфелі додатковими неліквідними облігаціями. Зокрема, погано продавалися облігації позики Об'єднаних провінцій Центральної Америки й міської позики Буенос-Айресу 1824 р. (Fodor G. The Boom that Never Was? Latin American Loans in London 1822–1825 / G. Fodor // University of Trento, Italia. Department of Economics Working Papers. № 205. — <http://www.conpapers.repec.org>).

Іноді випуски латиноамериканських паперів оплачували не грішми, а іншими цінними паперами. Під час розміщення найпершої колумбійської позики в оплату приймали облігації, випущені на 550 тис. фунтів у листопаді 1819 р. Симоном Боліваром. Цими облігаціями він розплатувався за постачання йому зброї. Облігації цієї позики обмінювали на облігації колумбійської позики на суму 890 тис. фунтів, тобто за курсом 162 % номіналу¹⁸⁹. Болівар свідомо передбачив такий високий прибуток для інвесторів, тому що хотів віддячити їм за довіру під час війни. Лише близько половини колумбійських облігацій купували за гроші. Подібним чином сплачували за облігації Перу й Чилі.

Інвестори та банки, які розміщали позики, непогано орієнтувалися в різній якості облігацій. Банк Ротшильда, що вважався тоді найпрестижнішим, розмістив дев'ять позик, за якими не було жодного дефолту. З 1815 по 1859 р. лондонське відділення банку Ротшильдів випустило 14 найменувань суверенних облігацій на загальну суму 43 млн фунтів. Серед цих паперів були французькі, пруські, російські, австрійські, неаполітанські, бразильські й бельгійські державні облігації. Зазвичай Ротшильди одразу викупували за вигідною для себе ціною всі ці папери в уряді, який їх випустив, після чого із чималим прибутком для себе поширювали їх у Європі через мережу своїх брокерів. Уряд країни, яка випустила облігації, одержував оплату за ними вже після того, як вони були повністю розміщені — отже Ротшильди нічим не ризикували.

Хоча не Ротшильди винайшли таку практику (її використовували ще на ринку цінних паперів Амстердаму), але саме завдяки Ротшильдам вона найбільше поширилася. У цей час лондонський ринок облігацій відрізнявся від амстердамського значно суворішими вимогами до позичальників, особливо великих. Номінал облігацій мав зазначатися у британських фунтах незалежно від того, яка країна організувала їхній випуск. Відсотки за облігаціями сплачували або в Лондоні, або в тому місті, де було представництво банку Ротшильдів. Іншими словами, якщо позику організувала країна Південної Америки, то не факт, що в цій країні можна було одержати дохід за облігаціями, якщо в ній не було представництва банку Ротшильдів. Усе це вело до того, що державні облігації ку-

¹⁸⁹ Dawson F. G. The First Latin American Debt Crisis: The City of London and the 1822–25 Loan Bubble. — New Haven: Yale University Press, 1990. — P. 26–28.

пували переважно інвестори з великих фінансових центрів, і так ці папери стали справді міжнародними. Одна з важливих фінансових інновацій Ротшильдів полягала в тому, що власник державних облігацій міг одержати по них дохід у різних містах, де були відділення банку Ротшильдів, вибираючи найбільш зручне для себе¹⁹⁰.

Інвестори, купуючи розміщені банком Ротшильда облігації, довіряли репутації банку й сподівалися на те, що він не стане розміщувати ненадійні папери. А в разі якихось непередбачених обставин банк буде підтримувати на ринку ціну на розміщені ним папери. Іноді Ротшильд справді так робив.

Другий за престижністю банк Берингів у 1820-ті роки не хотів займатися розміщенням іноземних паперів. Він зазнав збитків на маніпуляціях з облігаціями французької позики 1818 р. і з того часу займав консервативну вичікувальну позицію. Менш надійні папери розміщали другорядні банки, і сам цей факт уже був сигналом для інвесторів¹⁹¹.

Побоювання щодо стабільності облігаційних позик, на які був ажіотажний попит під час буму 1820-х років, не були

¹⁹⁰ У 1818 р. 5 % облігації Пруссії, викуплені Ротшильдами, розмістили на біржах Лондону, Франкфурта, Берліну, Гамбурга й Амстердаму на умовах, найвигідніших для самих Ротшильдів. Коли канцлер прусського казначейства Крістіан Ротер спробував внести зміни в умови договору в інтересах прусського уряду, Натан Ротшильд (нащадок Мейера Ротшильда з єврейського гетто Франкфурта) у різкій формі відповів у листі Ротеру, що Пруссія має взагалі радіти, що Ротшильди погодилися займатися її облігаціями і цим надали їй фінансову допомогу. А думка посадових осіб із прусського уряду взагалі найменше цікавить Натана Ротшильда. Розміщення облігацій було, звичайно, не єдиним бізнесом Ротшильдів — вони займалися операціями із золотом і валютою, надавали банківські послуги, інвестували капітали в страхові компанії, залізниці й гірничодобувні компанії. Розміщення облігаційних позик хоча й не було для них пріоритетною справою, але також стало важливим напрямом діяльності. Ротшильди працювали з облігаціями тільки самих надійних позичальників, і до 1829 р. у них жодного разу не виникали проблеми із цими паперами, навіть коли після загальної фінансової кризи 1825 р. у країнах Латинської Америки. Про прибутковість облігаційного бізнесу свідчить швидке зростання багатства Ротшильдів. За три десятиліття, з 1818 по 1852 р., загальний капітал п'яти домів Ротшильдів у Лондоні, Парижі, Франкфурті, Відні та Неаполі зріс із 1,8 до 9,5 млн фунтів, у 1825 р. — у дев'ять разів, перевищуючи капітали як братів Беринг, основних конкурентів Ротшильдів, так і капітали Банку Франції. А до 1899 р. сукупний капітал Ротшильдів досяг 41 млн фунтів.

¹⁹¹ Flandreau M. Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830 / M. Flandreau, J. Flores // *Journal of Economic History*. — 2009. — Vol. 69. — № 3. — P. 646–684.

марними. У квітні 1826 р. дефолт за виплатою прибутку оголосило Перу, у травні цього року — Колумбія, у вересні — Чилі. У 1827 р. припинили виплачувати прибуток Греція й Мексика, у 1828 р. дефолт був оголошений за позиками Португалії, Гватемали та за міськими позиками Буенос-Айресу. Збереглося обслуговування позик тільки Бразилії й Неаполітанського королівства.

Незважаючи на чергову хвилю паніки в інвесторів, британський уряд відмовився від спроб якимось чином тиснути на ці країни (хоча надалі він в таких випадках не раз це робив). А прем'єр-міністр лорд Каннінг заявив, що це проблема інвесторів, які захопилися спекулятивними операціями, і вона не має відношення до уряду.

У країнах Латинської Америки, які на початку XIX ст. почали розміщати свої облігаційні позики через Лондонську біржу, відмова від сплати за своїми зобов'язаннями була звичайною справою. Таке ставлення до обслуговування позик було пов'язано насамперед із тим, що прошарок інвесторів у цих країнах був набагато меншим, ніж в Європі. Отже кількість людей, готових вимагати своєчасної сплати відсотків за облігаціями, була невеликою. До того ж і законодавство цих країн не сприяло правовій захищеності інвесторів. Надалі в Британській імперії доклали чимало зусиль, щоб викоринити практику відмови від виплат за державними облігаціями. Це означало не тільки економічні санкції з боку Ротшильдів (саме вони розміщали більшість позик) або інших відомих фінансистів, але й пряме військове втручання. Коли у 1882 р. єгипетська влада заявила, що не буде сплачувати відсотки за своїми облігаціями, у країну ввели британські війська. У 1902 р. серед ненадійних позичальників опинилася Венесуела, після чого її порти були заблоковані спільною експедицією британських, італійських і німецьких військових кораблів.

Часом дефолти за латиноамериканськими позиками були пов'язані навіть не з емітентами, а з банками-андеррайтерами або з припиненням інвесторами платежів за продані в кредит облігації (так було з першою частиною перуанської позик у 1822 р.). За умовами більшості емісій банк-андеррайтер крім звичайної комісії утримував у себе частину оплати за облігації. Це було потрібно для обслуговування позик у перші два роки, що надавало паперам додаткової надійності та робило їх привабливішими для інвесторів. Якщо інвестори припиняли

платежі за придбані в кредит облігації, банкам-андеррайтерам доводилося утримувати із зібраних під час розміщення грошей повну суму на обслуговування боргу протягом двох років. Крім того, деякі із британських банків-андеррайтерів збанкрутували, що було пов'язане з їхніми внутрішніми причинами, а не з оголошеними пізніше дефолтами за розміщеними позиками. Це створило додаткові проблеми для емітентів¹⁹².

Бенджамін Дізраелі під час буму 1820-х років

Однією з відомих постатей, пов'язаних з бумом 1820-х років, став Бенджамін Дізраелі, нащадок стародавнього єврейського роду, який переселився в Англію в середині XVIII століття. Дізраелі, синові літературного критика, хотілося зробити політичну кар'єру, а оскільки до аристократії він не належав, то вирішив розбагатіти на спекуляції акціями латиноамериканських компаній.

Позичивши в приятеля гроші, Дізраелі вигідно вклав їх в акції Anglo-Mexican Company, курс яких зріс із 38 фунтів у грудні 1824 р. до 158 фунтів у січні 1825-го. Дізраелі писав оптимістичні аналітичні статті про перспективи зростання цін на акції компаній, що видобували срібло та інші метали в Мексиці. За чутками, він навіть наймав агентів зі співробітників компаній, щоб одержати інсайдерську інформацію. У статтях Дізраелі стверджував, що акції будуть зростати також і надалі. Ймовірно, ці статті не були замовлені — мабуть, він справді вірив у те, що бум на ринку латиноамериканських акцій та облігацій триватиме ще довго. Тому він сам вклав у ці папери не тільки все, що мав, але навіть взяв гроші у борг. Після кризи йому багато років доводилося розплачуватися зі своїми кредиторами.

Надалі славу Дізраелі принесла літературна діяльність. Після того як мав успіх роман «Vivian Grey» (1828), де описується історія молодика, який дуже хотів багатства та успіху, Бенджамін став з'являтися у світських салонах, а особиста

¹⁹² Після банкрутства у 1826 р. одного з андеррайтерів, банку Goldshmidt, Колумбія зазнала збитків у розмірі 350 тис. фунтів, Мексика — 400 тис. фунтів (Fodor G. The Boom that Never Was? Latin American Loans in London 1822–1825 / G. Fodor // University of Trento, Italia. Department of Economics Working Papers. № 205. — <https://www.econpapers.repec.org>).

привабливість і вміння подобатися людям допомагали йому знаходити важливі для політичної кар'єри знайомства й зв'язки. Згодом Дізраелі два рази був прем'єр-міністром Англії, але після того, як у 1859 р. він підтримав проєкт нового закону про вибори (що відповідав інтересам земельної аристократії), Дізраелі довелося піти у відставку та приєднатися до опозиції.

Початок спаду

Ще на початку 1825 р. високі ціни на товари та цінні папери (а також зростання експорту, зокрема в Південну Америку) створювали ілюзію небувалого процвітання й загального добробуту. Здавалося, що майбутнє британської економіки й фінансів тільки позитивне, хоча насправді достатньо було найменшого поштовху, щоб закінчилося все це процвітання, створене переважно завдяки кредитам.

Під час буму середини 1820-х років британські інвестори накачували своїми капіталами економіку латиноамериканських держав. У перший рік після набуття незалежності країни цього регіону одержали близько 150 млн фунтів стерлінгів інвестицій, вкладених насамперед у видобуток золота й срібла. Інвестиції забезпечили добробут не тільки нових держав, але й лондонських спекулянтів, які отримували чималий прибуток від зростання цін на акції та облігації латиноамериканських гірничодобувних компаній. Коли з'ясувалося, що багато цих підприємств були шахрайськими, інвестори стали позбуватися від латиноамериканських акцій і виводити свої гроші з Перу, Колумбії та Чилі. Країни цього регіону втратили здатність обслуговувати свої боргові зобов'язання, і в 1825 році Перу оголосила дефолт, спричинивши в лондонському Сіті масову паніку. Незабаром долю Перу розділили сусідні країни.

Перші ознаки дестабілізації стали помітними ще у квітні 1825 р., коли почалися коливання курсів цінних паперів. До середини цього року переповнення зовнішніх ринків англійськими товарами та їхнє надвиробництво призвели до скорочення експорту. Оскільки товарні ринки були переповнені, рух грошових потоків сповільнився, а потреба в обіговому капіталі зростала через початок підвищення цін на сировину. На фінансовому ринку виникла напруженість, адже спекулятивний

бум висував високі вимоги до ринку та потребував постійного припливу готівки, щоб жити себе.

Під час буму Банк Англії одержав право друкувати додаткову кількість банкнот, не забезпечених золотом. За рахунок цієї емісії банки надавали незабезпечені кредити для спекулятивних операцій із цінними паперами. Після того як в серпні Банк Англії обмежив видачу кредитів під заставу цінних паперів, напруженість на фінансовому ринку (звичайне явище напередодні кризи) почала посилюватися. Разом із зниженням курсів паперів повністю призупинилося кредитування в інших банках, і у вкладників виникли сумніви щодо надійності цих банків.

Декілька разів у серпні на біржі починалася паніка. А у вересні курси акцій стали швидко знижуватися. Найбільш критичним стан ринку цінних паперів був у листопаді-грудні 1825 р., коли загальні збитки від падіння курсів оцінювали в 14 млн фунтів¹⁹³. Промислова криза була ще попереду (найгострішою вона стала у 1826 р.), але стан фінансового ринку погіршувався тим, що спекулятивне зростання імпорту разом із посиленням вивезення золота за кордон спричинили у 1825 р. масове занепокоєння.

Підприємці, які потребували нових кредитів, стали звертатися до приватних банкірів. Але ті наприкінці 1824-го і початку 1825 р. вже витратили всі вільні капітали на врахування векселів із тривалими термінами, а також на видачу кредитів під заставу цінних паперів, які неможливо було швидко реалізувати. Коли з'ясувалося, що приватні банкіри не можуть задовольнити потреби підприємців у кредиті, це ще більше посилювало напруженість на фінансовому ринку. Декілька великих провінційних банків призупинили платежі (5 грудня припинила платежі банкірська контора Peter Pole & Co, 6 грудня про банкрутство оголосила банкірська контора Williams & Co, потім збанкрутували контори Everett, Walker & Co, Sikes, Snaith & Co та інші).

Хвиля банкрутства торкнулася не тільки провінційних банкірських контор, але й досить великих лондонських банків, таких як банк Pole, Thornton & Co. Заснований Генрі Торнтоном (Henry Thornton, 1760–1815), відомим британським банкіром і економістом, після його смерті у 1815 році банк перейшов

¹⁹³ The Parliamentary Debates from the Year 1803 to the Present Time [Ed. T. Hansard]. — L.: T. Hansard, 1826. — Vol. XIV (21. 02. 1826). — P. 644.

у спадщину Генрі Торнтону-Молодшому. На початку кризи йому було 25 років, а банк давав 40 000 фунтів річного доходу (на той час це була велика сума, приблизно 400 млн фунтів у сьогоднішніх цінах). І хоча Банк Англії надав Торнтону-Молодшому кредит 400 тис. фунтів, це лише відтермінувало банкрутство. «У комерційному світі зараз сильна напруженість, спричинена банкрутствами багатьох дутих акціонерних компаній», — писала у приватному листі Маріанна Торнтон, сестра Торнтону-Молодшого¹⁹⁴. Загалом у цей час в Англії збанкрутували 73 з 770 банків, зокрема з великих: Wentworth, Chaloner & Rishworth, порівнянний за значенням з Pole, Thornton & Co.

Після перших ознак банківської кризи з початку грудня 1825 р. розпочалася паніка й масове зняття вкладів. А це у свою чергу спричинило подальшу ланцюгову реакцію банкрутств банків¹⁹⁵. «Ломбард-стріт була заповнена людьми, які поспішали забрати свої гроші, та із хвилюванням очікували повідомлення про нові банкрутства»¹⁹⁶. Уся кредитна система виявилася повністю порушеною.

Після початку масових банкрутств банків запаси золота Банку Англії скоротилися з 13,9 млн фунтів у березні 1824 р. до 10,7 млн фунтів у грудні цього року, а до кінця 1825 р. — навіть до 1,2 млн фунтів. Виникла загроза для обміну банкнот на золото. Дестабілізація банківської системи була пов'язана ще й з тим, що вже з початку року проявилася тенденція до загального зниження курсів державних паперів. Стали падати також неймовірно високі курси акцій акціонерних товариств, а великі капітали, вкладені в латиноамериканські позики, вже не давали очікуваного доходу. До того ж взяті у кредит гроші були вкладені у різні галузі (особливо в торгівлю) у значно більших обсягах, ніж існувала реальна потреба. Оскільки попит на фінансові ресурси підвищувався, Банк Англії скоротив випуск банкнот і врахування векселів.

¹⁹⁴ The Panic of 1825 // The Week. — 2008. — April 14. — <http://www.theweek.com>

¹⁹⁵ Усюди приймали оплату тільки золотими монетами, а їх не вистачало в обігу, і навіть у Банку Англії золоті резерви знизилися до 1 млн фунтів. Таким чином криза на ринку цінних паперів загрожувала стати загальноекономічною кризою. Банку Англії (що виконував функції центрального банку) вдалося тоді уникнути банкрутства завдяки випуску в обіг банкнот дрібного номіналу та, головним чином, після допомоги Натана Ротшильда, який доставив золото із Франції.

¹⁹⁶ Annual Register or a View of the History, Politics, and Literature of the year 1825. — L: Baldwin and Cradock. — P. 122–123.

У грудні 1825 р. криза досягла свого піка — курс акцій Real del Monte (однієї з найпопулярніших у ті роки мексиканської компанії, що видобувала срібло) знизився з 1550 до 200 фунтів, хоча ці акції розміщали за ціною 400 фунтів. У середньому курси всіх акцій знизилися на 80 %, і загальні збитки від цього досягли 14 млн фунтів. Загальна кількість банкрутств швидко зростала — у жовтні збанкрутувало 80 компаній, у листопаді — 142, у грудні — 224. З 1 жовтня 1825 р. по 1 жовтня 1826 р. відбулося 3549 банкрутств (за аналогічний період попереднього року — лише 1345 банкрутств)¹⁹⁷.

Криза торкнулася всіх галузей британської промисловості й особливо зовнішньої торгівлі — обсяг експорту зменшився на 16 %, імпорту — на 15 %, що вплинуло на скороченні судноплавства й суднобудування. За словами кореспондента «Таймс», «ми не пам'ятаємо іншого періоду настільки глибокої пригніченості в комерційному світі, як зараз... страждають всі галузі промисловості»¹⁹⁸.

«Манія охопила всіх», але «пузир лопнув... сотні дрібних людей збанкрутували», — згадував про ці події Чарльз Дікенс¹⁹⁹. А за словами Теккерея про свого героя: «...весь свій капітал він витратив на спекуляції з нічого реально не вартими акціями різних дутих підприємств»²⁰⁰.

Якщо порівняти міжнародну фінансову кризу 1825 р. з попередніми кризами XVIII століття, то можна бачити, як поступово розширювалося коло їхніх учасників. У масштабних кризах, спричинених крахом Джона Ло у Франції або Компанії Південного моря в Англії, в центрі подій була лише одна компанія, яка провокувала роздування спекулятивного пузиря. Під час не дуже значної кризи надвиробництва 1788 р. у британській текстильній промисловості, ця криза не вийшла за межі цієї галузі, хоча кількість постраждалих підприємств досягала декількох десятків. Під час невеликої кризи 1819 р. загальний економічний спад торкнувся всіх галузей британської промисловості. Так поступово відбувався перехід від локальних або галузевих криз до більш масштабних циклічних криз, які

¹⁹⁷ The Parliamentary Debates from the Year 1803 to the Present Time [Ed. T. Hansard]. — L.: T. Hansard, 1829. — Vol. XXI (1. 05. 1829). — P. 972.

¹⁹⁸ Times. — 1926. — 26 January.

¹⁹⁹ Дікенс Ч. Життя й приключення Ніколаса Никльбі / Ч. Дікенс. — <http://www.lib.aldebaran>

²⁰⁰ Теккерей У. Ярмарка тщеславия / У. Теккерей. — <http://www.lib.ru>

ставали загальноекономічними та фінансовими. У 1820-ті роки накопичені зміни в економічній системі переросли в нову якість, тому міжнародна криза 1825 р. стала першою циклічною кризою ринкової економіки.

У цей час архітектура світової фінансової системи вже досягла якісно нового рівня внаслідок розширення географії й обсягів торговельних і фінансових операцій. Вони поєднали периферійні та віддалені регіони світу (такі як Латинська Америка) зі світовими фінансовими центрами, основним з яких тоді був Лондон. Хоча називати все це фінансовою глобалізацією у 1825 р. було ще зарано, рівень інтеграції фінансових систем і ринків цінних паперів різних країн справді значно поглибився. А учасники цих ринків стали поєднаними в спільну мережу.

Кількість інвесторів, які вкладали свої капітали в іноземні цінні папери, швидко збільшувалася, так само як зростали потоки іноземних капіталів, спрямованих у периферійні країни. Інтеграція регіональних ринків у британський, як найбільш розвинений, підвищила мобільність капіталів, а концентрація вільних ресурсів у Великій Британії створювала на світовому фінансовому ринку системну асиметрію, що призводила до експорту британського капіталу.

Загалом в основі всіх криз було надвиробництво — надвиробництво товарів в економічних кризах і надвиробництво капіталів у фінансових кризах. Криза 1825 р. наочно продемонструвала, що надвиробництво стало загальним і особливо торкнулося ринків капіталів. Саме там накопичувалися вільні фінансові ресурси, яким були потрібні нові напрями інвестування в спекулятивних операціях.

Криза 1825 р. вважається першою міжнародною фінансовою кризою, хоча найбільше вона торкнулася Англії. Кризи XVIII століття не спричиняли фінансову паніку у світовому масштабі. На відміну від них події 1825 року торкнулися багатьох країн. Почалася криза у Великій Британії: дешеві кредити, спекулятивний пузир навколо цінних паперів латиноамериканських країн, поширення шахрайства. Після того як спекулятивний пузир лопнув, збанкрутувало чимало банків і нефінансових компаній. Через це фінансова криза швидко поширилася у всій Європі.

Після того як інвестори стали виводити свої гроші з Латинської Америки, до 1828 року кожна з південноамериканських країн (за винятком хіба що Бразилії) оголосила дефолт за дер-

жавними облігаціями. Потрібно було три десятиліття, щоб обсяги припливу капіталу в цей регіон досягли колишнього рівня.

Дискусії щодо причин кризи стосувалися як змін у законодавстві про банкрутства, так і особливостей політики Банку Англії. Але сьогодні вже очевидно, що основні причини були в іншому. Зниження зростання державного боргу Англії після закінчення наполеонівських війн і зменшення прибутковості британських цінних паперів збігалися за часом з появою прибуткових цінних паперів молодих держав Латинської Америки. На ці папери виник ажіотажний попит, який стимулювало заснування нових компаній, і так виявилася схема класичного акціонерного буму, яка потім неодноразово повторювалася в усіх наступних кризах.

До весни 1826 р. цінні папери більшості латиноамериканських країн (крім Бразилії), а також Греції, Португалії та Іспанії повністю впали в ціні. Акції Real del Monte знизилися до 115 фунтів (їх розміщали по 400 фунтів при номіналі 70), акції Bolivar Mining Association (яка добувала мідь на землях, що належали особисто Симону Болівару) впали з 28 фунтів до 1. У грудні 1828 р. з більш ніж двадцяти іноземних облігацій, що торгувалися на Foreign Funds Market, реально котирувалося тільки сім. А до 1829 р. більшість із латиноамериканських компаній, облігації яких брали участь у спекулятивному бумі 1824–1825 рр., взагалі перестали існувати. Надалі окремий Foreign Funds Market знову злився із загальним ринком цінних паперів на Лондонській біржі, і був створений так званий Single Securities Market, на якому в обігу перебували корпоративні цінні папери (в основному акції) компаній, що будували канали, а пізніше — залізниці.

Спекулятивний бум і паніка 1825–1826 рр., а також період рецесії, що тривав до 1832 р., призвели до того, що інтереси британських інвесторів перемістилися на цінні папери інших країн — переважно США, де саме почалося створення транспортної інфраструктури. Обсяг британських інвестицій в акції та облігації американських компаній зріс від 12,8 млн дол. у 1820 р. до 26,5 млн дол. у 1830 і 200 млн у 1840 р²⁰¹. З кінця 1820-х — початку 1830-х років Лондонська біржа стала основним ринком для іноземних цінних паперів, випущених у США.

²⁰¹ Hobson C. K. The Export of Capital / C. K. Hobson. — New York: Garland, 1983. — P. 110–111.

Криза 1825 р. в інших країнах

Криза відчувалася не тільки в Англії чи Латинській Америці, але й з різною силою у багатьох інших країнах, зокрема США і Німеччині. Особливо помітною криза стала у Франції, яка була основним економічним конкурентом Великої Британії. Після наполеонівських війн розвиток французької промисловості відбувався під знаком постійної боротьби із британським впливом²⁰².

У французькій економіці у 1824 р. — першій половині 1825 р. відзначався загальний підйом²⁰³. Створювалися нові акціонерні товариства, значно збільшилися обсяги наданих кредитів²⁰⁴. Однак велика частина капіталів інвестувалася не в розвиток промисловості, а в державні цінні папери. Такі інвестиції мали явні переваги, що були поза конкуренцією — стабільний дохід, мінімальні ризики, відсутність зайвого клопоту, звичайного у виробництві або торгівлі. Оскільки значну частину французьких паперів придбали британські інвестори, це визначило залежність французького ринку 1820-х років від кризи, що почалася в Лондоні. Після того як під час кризи чимало англійських інвесторів продали великі пакети французьких цінних паперів (переважно державних облігацій), це призвело до зниження їхніх курсів. Тому значно понизилися котирування усіх інших цінних паперів на французькому ринку.

У Генуї на початку 1826 р. торговельні операції скоротилися після того, як почалися банкрутства й припинення пла-

²⁰² Після заборони імпорту бавовняних тканин вдалося відгородити французький ринок від британських товарів. У 1815–1816 рр. у Франції майже удвічі збільшився випуск бавовняних тканин і виробів з них. У роки загального підйому підвищився навіть обсяг експорту тканин із Франції (з 28 млн франків в 1824 р. до 43 млн франків в 1825 р.)

²⁰³ Він торкнувся не тільки текстильної промисловості, але й металургійної, будівництва каналів, а також житлового будівництва в Парижі, Ліоні та інших великих містах. Особливо бурхливим у будівельному бізнесі став 1825 р., коли в Парижі з'явилося багато нових будинків. Однак будівельний бум був штучно роздутим, і незабаром будівництво повністю зупинилося на 3–4 роки, а безліч будівельних компаній збанкрутували.

²⁰⁴ Загальна сума операцій Банку Франції зросла з 718 млн франків у 1823 р. до 1223 млн франків у 1825 р. (Vialles P. La Consommation et les crises économiques / Vialles P. — Paris: V. Giard & E. Brière, 1903. — Р. 260). З 1815 по 1828 р. у французькі акціонерні товариства інвестували 271 млн франків, з них 170 млн — у 1822–1827 рр. (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит.-ры, 1959. — С. 345).

тежів в Англії та інших країнах. У Відні також було декілька банкрутств. У Стокгольмі помітно скоротилися торговельні операції, чого вже давно не було; шведські підприємці пояснювали це впливом англійської кризи 1825 р. Відчувалася криза навіть у Туреччині — у Смірні (сучасний Ізмір) обсяг торговельних операцій зменшився на початку 1826 р. після банкрутства декількох торгових домів у Лондоні.

У США промисловість у 1820-ті роки була ще мало розвинена (порівняно з Великою Британією), хоча темпи її зростання навіть тоді були високими²⁰⁵. Економічний підйом і спекулятивний ажіотаж 1824–1825 рр. в Англії мав на США помітний вплив²⁰⁶. Криза торкнулася насамперед обсягів американської зовнішньої торгівлі — експорт скоротився на 22 %, імпорт — на 12 %. За словами президента Адамса, наприкінці 1826 р. «гостра криза, яка охопила промислові кола Великої Британії, помітно відобразилася і на нас», тому що загальне надвиробництво в Англії призвело до відправлення надлишку товарів у США й до природного зниження на них цін²⁰⁷.

У Німеччині (переважно в Пруссії, тому що єдиної германської держави ще не існувало) внутрішніх передумов для кризи було набагато менше, ніж в Англії або навіть у США, однак германський ринок був залежним від англійського — більша частина експорту (зерно й вовна) надходила у Велику Британію, в імпорті також переважали англійські товари. Тому початок кризи спричинив у Німеччині хвилю банкрутств і швидке зниження цін на товари. Почали падати і курси всіх цінних паперів. Особливо це стало помітним у північній частині Німеччини в лютому–березні 1826 р²⁰⁸.

²⁰⁵ З 1829 по 1825 р. видобуток вугілля зріс із 60 до 120 тис. тонн, виплавка чавуну з 20 тис. до 81 тис. тонн (Guetter F. Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States / F. Guetter, A. McKinley. — Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. — P. 25, 29).

²⁰⁶ Це пояснювалося насамперед зростанням цін на американську бавовну (яка надходила на британський ринок) з 11,6 цента за фунт у 1823 р. до 18,6 цента у 1825 р. У спекуляцію бавовною була залучена велика кількість американських компаній, а також банків, які фінансували ці компанії. Початок кризи призвів до різкого падіння цін на бавовну (до 9,3 цента за фунт), що спричинило численні банкрутства в США. Тільки лише в одному Нью-Йорку за перші три місяці 1826 р. призупинили платежі 300 компаній (Times. — 1826. — March 4).

²⁰⁷ Clark V. History of Manufactures in the United States / V. Clark. — 2 vols. Vol 1. — N. Y. McGraw-Hill Book Company, 1929. — P. 566.

²⁰⁸ Times. — 1826. — Febr. 25.

За спогадами очевидця, 1825 рік «закінчився неймовірними банкрутствами. Він залишив наступному року в спадщину нестатки і сум'яття... У торгівлі ми були свідками коливання цін на ходові товари на 50 і більше відсотків протягом деяких місяців... А на біржі цінних паперів сталися такі потрясіння, немов уся Європа занурилася у війну. Настало загальне знецінення паперів... Берлін серед торговельних центрів Європи вважався особливо солідним. Але в 1826 р. він також зазнав приголомшливого удару, і Берлінська біржа стала нестабільною. З 1200 торговельних і банкірських домів можна було нарахувати не більше 20 таких, векселі яких приймали до врахування... Крім того, більше двадцяти великих берлінських банкірських домів збанкрутували протягом перших шести тижнів 1826 р. Вкладники кинулися забирати свої гроші в ощадних касах»²⁰⁹.

Географічні межі кризи були широкими — від Швеції та Росії до Туреччини й Південної Америки. Утруднений збут сировинних товарів, що надходили з периферії світової економічної системи 1820-х років в Англію, призвів до зниження цін у периферійних країнах. А на ринку фінансових послуг відбулося скорочення кредиту. Із кризою такого масштабу світова торгівля зустрілася уперше.

Депресія 1826–1928 рр. і спад 1829–1830 рр.

Наприкінці 1826 р. у Великій Британії криза переросла в економічну депресію. Усі скаржилися на проблеми зі збутом продукції та загалом поганий стан справ. Хоча у 1828 р. почалося зростання активності в промисловості й торгівлі, воно було короточасним. Вже в наступному 1829 р. почалося чергове переповнення товарних ринків внаслідок надвиробництва, і зростання загальмувалося. І тільки у 1833 р. розпочався реальний економічний підйом, але він тривав недовго й завершився черговою кризою 1836–1837 рр.

²⁰⁹ «Багато родин, які жили на відсотки від своїх маленьких капіталів, втратили протягом цієї жахливої кризи майже все своє майно... Саксонія, багата фабриками й надзвичайно діяльна в торговельних справах, найбільш болісно із усіх німецьких держав відчувала наслідки чужої торговельної кризи у цей важкий час» (Venturini K. Chronik des XIX Jahrhunderts, Das Jahr 1826 / K. Venturini. — Leipzig: J. F. Hammerich, 1828. Цит. за: Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. — С. 348–349).

Основною рушійною силою британської економіки в той час була текстильна промисловість, але вона сильно залежала від стану зовнішніх ринків збуту, на які йшло близько 70 % продукції. Розширення цього ринку могло відбуватися тільки на основі зниження цін на британську продукцію. Щоб підвищити доходи від експорту на 30 %, у 1825–1836 рр. довелося удвічі збільшити його обсяг.

Однак у британської продукції на зовнішніх ринках збуту з'являлося дедалі більше перешкод — відчувалася конкуренція з боку інших виробників. Крім того, зростали митні обмеження (зокрема, у 1828 р. у США суттєво підвищилися ввізні мита на британські товари). Купівельна спроможність у країнах, що були основними споживачами британських товарів, знижувалася через неефективне сільське господарство — основне джерело доходів. Цим пояснювалося, що після нетривалого підйому в британській економіці у 1829 р. зовнішні ринки збуту стали знову переповненими, що спричинило новий спад. «Ніхто не може заперечувати, що серйозна стагнація спостерігається в кожній галузі промисловості» — йшлося в одному з виступів у парламенті. «Країна перебуває в стані загальної депресії», а пригноблений стан економіки «є загальним і безпрецедентним»²¹⁰.

Спад 1828–1830 рр. «охопив усі країни Європи від одного кінця до іншого й поширився навіть по той бік Атлантичного океану. Лихо, яке стало настільки загальним, має загальну причину... не дивно, що в Англії з її великою складною торгівлею й промисловістю криза відчувається з більшою гостротою, ніж у країнах, виробництво й торгівля яких менш розвинені й простіші»²¹¹. Хоча спад 1829–1830 рр. відчувався тією чи іншою мірою в різних країнах, крім Англії найпомітнішим він став у Франції (у США й Німеччині він був значно меншим).

У Франції економічний спад відзначався не тільки в текстильній промисловості. Скоротився видобуток вугілля, знизилися всі оптові ціни, а також обороти експорту й імпорту. Саме цей спад став однієї з економічних передумов революції в липні 1830 р.²¹² За словами банкіра Жака Лафіта, одного

²¹⁰ Smart W. *Economic Annals of the Nineteenth Century*. 2 Vols. Vol. 2. 1921–1830 / W. Smart. — N.Y.: Macmillan, 1917. — P. 466, 472.

²¹¹ *Parliamentary debates*. — Vol. XXII (8. II. 1930). — P. 235.

²¹² Французька революція 1830 р. — друга французька революція. Після повстання в липні 1830 р. скинули короля Карла X, який проводив консервативну політику. Престол посів ліберально налаштований Луї-Філіп, герцог Орлеанський.

з головних ініціаторів висування нового короля Луї-Філіпа, «початок торговельної кризи стосується періоду, який передував революції 1830 р. Торговельна криза була спричинена надмірним виробництвом і вузькістю ринків»²¹³.

Підйом 1834–1836 рр. і криза 1837 р. у Великій Британії

Підйом 1834–1836 рр.

У 1834 р. в Англії почався черговий економічний підйом. Збільшення обсягу ринку для англійських товарів (зокрема для продукції промисловості), а також добрі врожаї та зниження цін на зерно — усе це стимулювало економічне зростання. Особливо впливала на підйом експансія на ринках США, пов'язана зі зростанням експорту британського капіталу²¹⁴.

Як і в 1824–1825 рр., економічний підйом 1834–1836 рр. спричинив спекулятивний бум і засновницький ажіотаж. З одного боку, усе це посилювало підйом, з іншого — наближало крах. Після того як англійське законодавство у 1826 р. дозволило створення акціонерних банків, їхня система стрімко розширювалася. На початку 1831 р. працював уже 61 акціонерний банк із 472 філіями; у 1836 р. лише за 10 місяців було засновано 40 нових банків. Банки створювали з єдиною метою — для фінансування акціонерного засновництва. Швидке зростання мережі акціонерних комерційних банків прискорило кредитну експансію. «Легкість одержання кредиту сприяє спекуляції й підвищенню цін на основні предмети споживання на 20–50 %, і навіть на 100 %» — відзначалося в парламентських обговореннях. «А підвищення цін неминуче скорочує споживання, збільшуючи разом з тим пропозицію»²¹⁵.

²¹³ Archives Parlementaires. — Vol. LXIX (13. VIII. 1821). — P. 190–191.

²¹⁴ За час підйому 1834–1836 рр. виплавка чавуну зросла на 71 %, видобуток вугілля — на 89 %, експорт — на 35 %.

²¹⁵ Parliamentary Debates. — Vol. XXXIII (12. 05. 1836). — P. 849, 852.

Особливо великі капітали інвестували в кредитування торгівлі зі США, яка перебувала в центрі уваги під час підйому 1830-х років. Багато британських банків спеціалізувалося на кредитах американським торговельним домам, які займалися експортом британських товарів. Часто за допомогою переврахування векселів та інших маніпуляцій розміри кредитів настільки збільшували, що вони значно перевершували статутні капітали і банків, і торгових домів²¹⁶. Розширення кредиту живило загальний підйом і спекулятивний бум, хоча ризикованість таких операцій була очевидною. За словами одного з доповідачів у парламенті, «стан речей надто нагадує жажливий 1825 рік»²¹⁷.

У 1836 році на англійському ринку цінних паперів почався новий ажіотаж, пов'язаний з акціями перших залізниць і, особливо, з акціями приватних акціонерних банків, кількість яких в Англії почала швидко зростати (якщо на початку 1930-х років у середньому засновували 10 таких банків за рік, то у 1836-му — вже 48). Банки почали розширювати кредитування, яке використовувалося головним чином для будівництва залізниць, а також у сталеливарній і вуглевидобувній промисловості.

«Не можна собі уявити, до яких розмірів зросла пристрасть до спекуляції в нашій країні, — казав британський міністр торгівлі Пулет Томпсон. — ...не можна почитати газету... щоб не зустріти оголошень про заснування нових акціонерних товариств... більшість цих товариств створюють спекулянти, які хочуть із вигодою продати свої акції; вони намагаються штучно підняти курс акцій, а потім передають відповідальність за долю заснованих підприємств покупцям акцій, які мали необережність вкласти таким чином власні гроші»²¹⁸.

Масштаби акціонерного буму стали такими, що за гарячим слідом у 1841 р. була опублікована одна з перших книг про кризи на ринках цінних паперів — «Надзвичайно популярні оманливі божевільні юрби» Чарльза Маккея²¹⁹. Але коли банки під

²¹⁶ Загальна вартість американських векселів, акцептованих шістьма банками з Лондону, перевищувала 15 млн фунтів, у той час як сукупний капітал цих банків був у шість разів менше (Annual Register. — 1837. — Р. 183).

²¹⁷ Parliamentary Debates. — Vol. XXXII (11. 03. 1836). — Р. 203.

²¹⁸ Цит. за: Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы / М. И. Туган-Барановский. — М.: Наука, Российская политическая энциклопедия, 1997. — С. 110.

²¹⁹ Mackay C. Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds (1852) / C. Mackay. — N. Y.: Page & Co

час кредитного буму 1836 р. почали швидко втрачати золоті запаси, що вивозилися в основному в США, кредитування різко скоротилося, і це стало поштовхом до початку кризи. Частина банків збанкрутувала, а частина була змушена призупинити платежі.

Акціонерний бум став максимальним у 1835–1836 рр., коли заснували більше 300 акціонерних компаній із сукупним капіталом 135 млн фунтів (із цієї суми фактично оплатили тільки 15 млн). Серед цих трьох сотень компаній найбільшою була група залізничних товариств (88 компаній) із сумарним капіталом 70 млн фунтів²²⁰.

Важливою причиною економічного підйому 1830-х років стало зростання інтересу до будівництва залізниць. Адже вони у той час були радикальною технологічною інновацією, яка обіцяла численні вигоди та високі прибутки. Із залізничними проектами були пов'язані збільшення попиту на вугілля, а також металургійні та металообробні підприємства. Тому початок залізничного буму став найважливішою рушійною силою загального промислового й економічного підйому²²¹.

Початок кризи

У 1835 році в Англії розпочалася біржова криза. У 1833–1834 рр. Іспанія та Португалія розмістили на Лондонській біржі облігації декількох великих зовнішніх позик. Це призвело до виникнення ажіотажного попиту не тільки на ці облігації, а й на всі іноземні цінні папери, а їхні котирування швидко зросли (іноді до 100 %). Оскільки на Лондонській біржі якийсь час трималися підвищені ціни на всі іноземні облігації, з країн континентальної Європи в Англію пішов потік цих паперів, призначених для продажу за вигідною ці-

²²⁰ Joint Stock Companies. First Report from the Committee. — 1844. — P. 342–345.

²²¹ Під час першого етапу цього буму в 1830-ті роки, з 1830 по 1838 р. у Великій Британії побудували 733 км залізниць. Сукупна вартість залізничних проектів швидко зросла з 2,5 млн фунтів у 1830–1831 рр. до 6,1 — у 1832–1833 рр., 7,1 — у 1834–1835 рр. і 36,4 — у 1836–1837 рр. Під час кризи 1837 р. вона скоротилася до 8,5 млн фунтів (Porter G. R. The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. London: John Murray 1851 — P. 327).

ною. Але в травні 1835 р. розпочалася паніка, яка призвела до падіння курсів цінних паперів. Втім, на загальний стан англійської економіки криза 1835 року не мала помітного впливу.

Навесні 1836 р. оптимістичний настрій, характерний для років підйому, змінився напруженістю на фінансових ринках. Надвиробництво давало про себе знати, і знову розпочалося нагромадження непроданих товарних запасів, у яких були заморожені капітали, інвестовані в промисловість. Збільшення обсягу заморожених капіталів призвело до підвищення попиту на кредит і водночас загальмувало погашення раніше взятих боргів. До того ж через масовий експорт капіталів у США золоті запаси Банку Англії почали скорочуватися з 8 млн фунтів наприкінці березня 1836 р. до 5,3 млн фунтів наприкінці серпня. Щоб призупинити відтік золота, банк підвищив дисконтну ставку з 4 % до 5 %, припинивши при цьому врахування незабезпечених американських векселів, які використовували в спекулятивних операціях із цінними паперами й товарами. Після цього у компаній, що займалися такими операціями, виник дефіцит грошей і вони стали позбуватися великих пакетів цінних паперів. Наслідки цього легко було передбачити — у середині 1836 р. розпочалося зниження цін на товари, а разом із цим і швидке падіння курсів цінних паперів²²².

Потім почала зростати кількість банкрутств, зокрема серед банків. Припинили платежі такі великі банки, як Agricultural and Commercial Bank of Ireland (50 відділень), Northern and Central Bank of England (38 відділень) та інші, що спричинило паніку серед вкладників і масове зняття депозитів. Найбільше банкрутств було у 1837 р. — їхня загальна кількість зросла з 929 у 1836 до 1668 у 1837 р. (на 79 %). Під час всіх цих подій відтік золота з Банку Англії тривав, і до початку лютого 1837 р. його запаси зменшилися до 3,8 млн фунтів. Також значно скоротився обсяг експорту²²³.

²²² Товарні ціни знизилися в середньому на 30–40 % від максимального рівня на початку 1836 р. до мінімального у 1837 р. (Baunatian M. Geschichte der handelskrisen in England im zusammenhang mit der entwicklung des englischen wirtschaftslebens / M. Baunatian. — Munchen: E. Reinhardt, 1908. — S. 294).

²²³ З 53,4 млн фунтів у 1836 р. до 42,1 млн фунтів у 1837 р. Особливо сильним було скорочення експорту в США — з 12,4 млн фунтів до 4,7 млн фунтів, тобто більш ніж у 2,5 раза. Скорочення експорту в інші країни було не настільки різким — з 13,7 до 11,7 млн фунтів у країни Латинської Америки, з 8,3 до 7,0 — у країни Азії й Африки, з 9,0 до 7,0 — у країни Південної Європи.

Причини кризи

Хоча експорт капіталів і товарів у США, а також переповнення цих ринків були не єдиними (та не найважливішими) передумовами кризи 1837 р., спричиненої надвиробництвом товарів і капіталів, роль американських товарного й фінансового ринків у кризі 1837 р. очевидна. Історики вважають, що ця криза була схожа на кризу 1825 р. Відмінність була лише у тому, що якщо у 1825 р. Англія швидко збільшила експорт у країни Латинської Америки (оплачуючи цей експорт своїми ж грошми, тому що більша частина експортованих товарів купувалася в кредит), що привело до переповнення цих ринків, то у 1830-ті роки експорт був спрямований переважно в США, що також невдовзі призвело до переповнення американського ринку²²⁴.

Однак зростання експорту британських товарів і капіталів у США у 1830-ті роки не було основною причиною підйому тих років, насправді заснованого на нагромадженні капіталу в Англії. Криза, яка прийшла на зміну підйому, також була породжена загальними закономірностями циклічного розвитку ринкової економіки. А переповнення американського ринку товарами прискорило наближення кризи.

У середині 1837 р. криза досягла свого піка. У Манчестері було 50 тис. безробітних, і більшість великих підприємств працювала тільки половину робочого часу. «Добре обізнані люди стверджують, що якщо торгівля не покращиться, то без роботи в промислових регіонах залишиться... принаймні пів мільйона осіб»²²⁵. Криза охопила металургійну промисловість (експорт металу зменшився з 1836 по 1837 р. на 24 %; ціни на чавун за цей час знизилися на 25 %). Скоротилися суд-

²²⁴ За словами М. І. Туган-Барановського, «якщо порівнювати англійські кризи 1825 і 1827 рр., ми знайдемо між ними багато спільного. Обидві були спричинені штучним розширенням попиту на англійські товари за кордоном, причому попит цей створювався посиленою еміграцією англійських капіталів у 1825 р. у Центральну й Південну Америку, а в 1836 р. — у Північно-Американські Сполучені Штати», тому «криза 1837 р. була спричинена тільки умовами американської торгівлі» (Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. — СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. — С. 62–63).

²²⁵ Annual Register. — 1837. — June. — P. 55–56.

нобудування й видобуток вугілля. Практично призупинилося промислове будівництво, особливо будівництво залізниць²²⁶.

Загалом криза 1837 р. поступалася кризі 1825 р. за кількістю банкруств і скороченням кредиту, так само як і за масштабами передкризового спекулятивного буму та акціонерного ажіотажу. За приблизними оцінками загальна економічна активність зменшилася у 1837 р. на 20 %, у той час як у 1825 р. — на 31 %. У другій половині 1837 р. найгостріша стадія кризи вже минула, однак загальний економічний спад тривав до 1843 року²²⁷.

Під час спаду тривало скорочення запасів золота в Банку Англії — дорогоцінний метал вивозили за кордон, особливо в США, де на нього був підвищений попит. Із грудня 1838 р. до вересня 1839 р. банк втратив 75 % свого золотого запасу, який загалом скоротився з 9,6 млн фунтів до 2,4 млн фунтів. Ставку підвищили до 6 %, але це вже не допомогло, і довелося брати позику в Парижі на 2 млн фунтів.

У 1841–1842 рр. розпочалося різке падіння обсягів виробництва й збільшення кількості банкруств, через що ці роки називають проміжною кризою. З 1841 по 1842 р. виплавка чавуну скоротилася на 27 %, обсяг експорту на 11 %, індекс оптових цін знизився на 25 %, а кількість банкруств збільшилася за рік на 279. Новий підйом розпочався тільки у 1844 р. і був пов'язаний в основному із залізничними проектами.

Криза 1837 р. у Франції та в інших країнах

Оскільки підйом і криза 1830-х років найпомітніші були у Великій Британії та США, ринки яких були тісно пов'язані, в інших країнах ця криза мала не такий сильний вплив. Франція чи Німеччина, не кажучи вже про інші країни Європи, були не настільки економічно розвинені, як Англія, а їх

²²⁶ У 1836 р. залізничні компанії одержали парламентські дозволи на будівництво доріг на загальну суму 23 млн фунтів, а в 1838 р. — лише на 2 млн фунтів.

²²⁷ За роки спаду збільшилася еміграція з Великої Британії в колонії та інші країни в пошуках роботи й кращого життя — загалом з 1836 по 1842 р. виїхало близько 600 тис. осіб (Parliamentary Debates. — Vol. LXIII (2. 06. 1842). — P. 123).

зв'язки із британськими ринками товарів і капіталів були не такими сильними, як у США у 1830-ті роки.

У Франції середина 1830-х років стала часом загального підйому, зокрема в текстильній та металургійній промисловості. За словами тогочасного міністра внутрішніх справ Франсуа Гізо, «ще ніколи наша промисловість не була в настільки сприятливому стані», а зовнішня торгівля «швидко розвивається»²²⁸. Будувалися нові текстильні фабрики й цукрові заводи, перші залізниці й канали (кількість цукрових заводів зросла з 1828 по 1835 р. з 58 до 400).

Розширювалося акціонерне засновництво, хоча в той час переважною формою організації ще залишалися командитні товариства. У 1823–1834 рр. створили 176 командитних товариств з капіталом 125 млн франків, у 1835–1837 рр. — 610 товариств з капіталом 541 млн франків. Акціонерних компаній у 1836–1837 рр. заснували 65. Збільшувалася і кількість цінних паперів командитних та акціонерних товариств — тільки за перші три місяці 1828 р. їх випустили на 388 млн франків. Серед заснованих акціонерних товариств переважали банки, страхові, транспортні й промислові компанії. Як і в Англії, у більшості випадків мета засновництва була суто спекулятивною — емісія цінних паперів і продаж їх на біржі.

Засновники й наближені до них особи скуповували великі пакети акцій у кредит, при цьому фактично платили лише невелику частку (в середньому 10 %) номінальної вартості. Вони взагалі не збиралися повністю сплачувати вартість акцій, і продавали їх після підвищення ціни. Питання про спекулятивний характер засновництва не раз розглядали в парламенті. Там навіть створили спеціальну комісію для обмеження спекулятивного засновництва, але вона так і не зробила нічого реального. Розширення практики придбання цінних паперів із частковою оплатою вело до роздування банківських кредитів. Суми врахування векселів (під які видавали кредити) у Банку Франції збільшилися зі 150 млн франків у 1832 р. до 445 млн у 1835 р. і 760 млн у 1836 р.²²⁹

²²⁸ Archives Parlementaires. — 1836. — Т. С. 1. — Р. 84.

²²⁹ Juglar C. Des Crises commerciales et leur retour periodique en France, en Angleterre, et aux Etats-Unis / C. Juglar. — Paris: Guillaumin, 1862. — Р. 8.

Якщо порівняти темпи економічного підйому у Франції та Англії, то відставання Франції було очевидним²³⁰, однак криза 1837 р. у Франції не була лише відлунням британської кризи. У французькій економіці вистачало внутрішніх причин, пов'язаних із спекулятивним акціонерним засновництвом й розширенням кредитів.

Вплив кризи став помітним у Франції у другій половині 1836 р. Виникла напруженість на фінансовому ринку, пов'язана не тільки з фінансовою кризою в США, а й з погіршенням збуту французьких товарів. Характерною ознакою напруженості стало скорочення обсягів врахування векселів Банком Франції (у грудні 1836 р. 82 млн франків, у січні 1837 р. — 59 млн франків), що означало обмеження кредитування. У першій половині 1837 р. криза відчувалася вже у всіх галузях французької промисловості.

Однак фінансова криза у Франції тривала недовго і не стала гострою, а на біржу вона взагалі не мала особливого впливу. До другої половини 1837 р. фінансовий ринок стабілізувався, і на ньому без проблем можна було знайти капітали для заснування нових компаній. З початку 1838 р. розпочався новий спекулятивний бум, що тривав майже до кінця 1838 р., коли його перервала друга хвиля фінансової кризи, що призвела до численних банкрутств.

Особливості кризи 1837 р.

Після Франції фінансова криза почалася у 1838 р. в Бельгії, де перед тим також відзначався спекулятивний ажіотаж і засновницький бум. Під час кризи збанкрутувало багато промислових і торговельних компаній, а Banque Nationale de Belgique повністю припинив платежі. Криза відчувалася в Голландії (в Амстердамі скоротилися обсяги торговельних і кредитних операцій), а також у Швеції й Норвегії, де знизився експорт та імпорт. Досягла криза Російської імперії, де ско-

²³⁰ Видобуток вугілля зріс у Франції на 33%, в Англії — на 60%; виплавка чавуну — на 30% і 71% відповідно; експорт — на 12% і на 35%. Порівняним було тільки зростання текстильної промисловості — на 50% у Франції й на 53% в Англії (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. — С. 405).

ротився експорт сировини та імпорт готових виробів — там «англійська криза кінця 30-х і початку 40-х років дуже сильно відобразилася на бавовняній промисловості»²³¹.

Щодо загальних особливостей кризи 1837 р., то досить часто вважають, що вона розпочалася в США. Подібні думки можна знайти ще в Маркса: «з Америки щойно отримані звістки, які свідчать про пригнічений стан тамтешнього ринку, — писав він у березні 1850 р. — А тим часом американський ринок є вирішальним. З переповнення американського ринку, застою у справах і падіння цін в Америці починається криза» та її вплив на Англію²³². Однак в іншій праці Маркс пише, що «американська криза 1837 р. розпочалася після англійської кризи 1836 р.»²³³.

Якщо згадати послідовність подій перед кризою, то внаслідок загального надвиробництва у Великій Британії, обмежених можливостей збуту на внутрішньому ринку та необхідності продавати кудись нагромаджені запаси продукції, почався масовий продаж цих товарів у США в кредит, що надавався англійськими банками. Завдяки кредиту експорт у США у 1836 р. швидко збільшився і почалося переповнення американських ринків. Однак джерело капіталів, що живили передкризовий підйом в Англії та в США, перебувало саме у Великій Британії. Адже без цих капіталів не було б ані підйому перед кризою, ані самої кризи. Тому видимість того, що криза розпочалася саме в США, — лише видимість.

²³¹ Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем / М. И. Туган-Барановский. — В 2 т. Т. 1. — М.: Соцэкгиз, 1938. — С. 55.

²³² «Тільки один товар постійно підвищується в ціні в Америці — це державні облігації Сполучених Штатів, єдині державні папери, які дають надійний прибуток для капіталу наших європейських друзів порядку», — продовжує свою думку К. Маркс, кажучи про події початку 1850 р. (Маркс К. Второй международный обзор / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. — Т. 7. — <http://www.coollib.net>).

²³³ Маркс К. Торгово-промышленный кризис в Англии / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. Т. 10. — <http://www.coollib.com>

Формування ринку цінних паперів у США

Країна нових можливостей

Сполучені Штати Америки, нова незалежна держава, що виникла наприкінці XVIII століття, сприймалися європейцями як неосвоєна країна з величезними земельними та іншими природними ресурсами, а також безмежними підприємницькими можливостями. Оскільки в країну відбувався постійний приплив емігрантів з Європи, з ними проникали туди всі основні технологічні інновації (пароплав, телеграф тощо), хоча деякі з них були створені вже в Америці. Зазвичай емігранти були економічно активними людьми, потенційними підприємцями, готовими з нуля починати бізнес у незнайомій країні. Тому потік переселенців став одним із найважливіших чинників, які прискорили індустріалізацію США, так само як поширення корпорацій — найпоширенішої в Америці форми організації бізнесу.

На початку XIX ст. велике значення в США мав розвиток пароплавства, яке надало можливість перевозити товари великими річками Міссурі, Міссісіпі та їхніми притоками. Крім того, в той час стали прокладати канали (зокрема найбільший з них канал Ері довжиною близько 500 км). Потім почалася епоха будівництва залізниць — перші американські лінії в Балтіморі та Огайо з'явилися у 1830 р., через п'ять років після відкриття першої залізниці в Англії. До середини XIX ст. загальний обсяг промислової продукції перевищив обсяг аграрного сектору.

Олександр Гамільтон і перші американські цінні папери

Державні цінні папери почав використовувати ще Олександр Гамільтон, міністр фінансів, наприкінці XVIII — початку XIX століття. Він був ключовою постаттю у фінансуванні революційної війни 1775–1783 рр., що призвела до виникнення США як незалежної держави.

У жовтні 1776 р. Конгрес вирішив випустити перші американські боргові інструменти — сертифікати Континентального конгресу (Continental Loan Office Certificates) на суму 5 млн дол. Спершу прибутковість цього різновиду державних облігацій була 4 %. Однак розміщення облігацій відбувалося не так швидко, як хотілося, і тому 22 лютого 1777 р. прибутковість підвищили до 6 %. Однак, попри це, до вересня продали облігацій лише на 4 млн дол. У 1782 р. довелося скористатися зовнішніми запозиченнями і взяти в борг у Франції 18 млн ліврів під 4 %.

Гамільтон розумів, що Сполучені Штати не зможуть нормально розвиватися без залучення європейських капіталів. Але щоб одержати ці капітали, потрібно було довести свою платоспроможність і гарантувати, що взяті позики повернуть з відсотками. А для цього потрібно було насамперед віддати борги, що виникли під час Громадянської війни, коли США взяли в кредит (переважно у Франції та Нідерландах) 12 млн доларів. Крім того, 40 млн доларів позичили в окремих осіб і організацій усередині США.

У доповіді Конгресу 14 січня 1790 р. Гамільтон запропонував уряду взяти на себе відповідальність за всі ці борги та випустити державні 6 % облігації, на які можна обміняти боргові сертифікати Континентального конгресу, що випускалися раніше. Крім того, Гамільтон пропонував визнати борги окремих штатів як частину державного боргу. Щоб знайти кошти для сплати боргів, Гамільтон хотів продавати приватним особам землі на неосвоєному заході країни, а також установити федеральні податки у формі нових акцизних зборів і більш високих мит. Гамільтон уважав, що зростання обсягів зовнішньої торгівлі та кредити в інших держав підвищать фінансову репутацію США та збільшать загальний добробут, тому нові облігації державного боргу громадяни зможуть легше сплачувати.

Багато фермерів і дрібні підприємці, які володіли борговими сертифікатами Континентального конгресу, тримали ці папери до останнього. Але коли в них виникала потреба в грошах, їм доводилося продавати сертифікати за зниженою ціною тим, хто мав вільні капітали. Мета придбання цих сертифікатів була суто спекулятивною, хоча й не позбавленою деякого ризику — адже не було гарантії, що американський уряд буде платити за ними. Перевагою спекулянтів було те, що вони купували сертифікати набагато дешевше номіналу, іноді по 10 доларів за сертифікат номіналом у 100 доларів,

розраховуючи на значний прибуток у тому разі, якщо уряд почне сплачувати борги.

Коли Гамільтон запропонував, щоб уряд повністю повернув старі борги за сертифікатами, спекулянти опинилися у виграші, а всі дрібні індивідуальні інвестори, які були змушені дешево продати свої сертифікати, одержали за них лише невелику частину вартості. Деякі члени уряду вважали, що повністю виплачувати вартість сертифікатів потрібно тільки їх першим власникам. Але Гамільтон був проти цього, заявивши, що якщо уряд буде проводити дискримінацію різних власників, це негативно позначиться на фінансовій репутації США²³⁴.

Велику державну облігаційну позику випустили 8 лютого 1813 р. на суму 16 млн доларів (мінімальна сума інвестицій була визначена в 100 доларів — таким був номінал облігацій). Розміщення цих паперів відбувалося не дуже добре, і хоча в проспекті позики було оголошено, що підписка закінчиться в середині березня, до цього часу вдалося розмістити облігацій лише на 5,8 млн доларів²³⁵.

Нагромадження капіталів. Перші банки та біржі

Розвиток транспорту й промисловості потребував концентрації фінансових ресурсів, і в 1781 р. Роберт Морріс у Філадельфії заснував перший комерційний Банк Північної Америки (Bank of North America)²³⁶. У 1791 р. почав працювати акціо-

²³⁴ Борги штатів, які Гамільтон пропонував погасити за рахунок уряду, значно відрізнялися — у деяких штатів Нової Англії вони були дуже великими, і ці штати з радістю переказали б їх на плечі уряду. У південних штатів борги були значно меншими, і там почалися незадоволені розмови про те, що їм доведеться нести тягар боргів інших штатів, які надто неекономно витрачали свої кошти. Прихильників Гамільтона й Вашингтона, які вважали, що керувати фінансами країни має сильний центральний уряд, обвинувачували в прагненні до надмірної централізації, що суперечить самій ідеї створення США. Зрештою південні штати зібрали достатньо голосів, щоб під час голосування відхилити закон, за яким федеральний уряд мав брати на себе борги окремих штатів.

²³⁵ Gordon J. An Empire of Wealth. The Epic History of American Economic Power / J. Gordon. — N.Y.: Harper, 2004. — P. 119–120.

²³⁶ Крім того, одним із перших американських банків, заснованих на самому початку XIX ст., став Bank of the Manhattan Company, попередник відомого сучасного банку J.P. Morgan Chase. Банк заснував Арон Берр (Aaron Burr) для фінансування його Manhattan Company, яка займалася водопостачанням Нью-Йорка.

нерний Нью-Йоркський банк (Bank of New York) Олександра Гамільтона. У тому самому 1791 р. у Філадельфії заснували The Bank of the United States. Він претендував на роль центрального банку і відкрив філії в Нью-Йорку, Бостоні, Балтіморі, Вашингтоні, Новому Орлеані та інших містах. Мережа філій, яка швидко розширювалася, а також монополія на депозити федерального уряду швидко зробила його найвпливовішим банком у країні. Однак перший центральний банк існував у США не дуже довго²³⁷. Його створення спричинило незадоволення не тільки тим, що банк міг набути надто велику фінансову владу та обмежувати свободу підприємництва, але й тим фактом, що більшістю його акцій володіли британські інвестори. Це сприймалося як погроза суверенітету США. У 1811 р. Конгрес відмовився продовжити ліцензію банку, і його ліквідували.

У 1816 році був створений другий Bank of the United States, який одержав нову ліцензію на 20 років, — надалі цей банк відіграв активну роль у кризі 1819 року. Але ідея центрального банку в США так і не прижилася, тому коли у 1836 р. термін ліцензії минув, другий Bank of the United States продовжив існувати як звичайний комерційний банк ще п'ять років, поки не збанкрутував у 1841 р.

У 1815 р. у США було вже 208 банків із загальним капіталом 82,3 млн доларів. Основним фінансовим центром став Нью-Йорк, де операції із цінними паперами активізувалися з кінця XVIII ст. А на початку XIX століття зросло значення окремих регіональних ринків цінних паперів, коли почали роботу біржі в Балтіморі, Філадельфії та Бостоні²³⁸. Подібно

²³⁷ Про спроби створення центрального банку див.: Grossman R. S. *Unsettled Account. The Evolution of Banking in the Industrialized World since 1800* / Grossman R. S. — Princeton: Princeton University Press, 2010. — P. 222–225.

²³⁸ Докладніше про зародження ринку цінних паперів у США див.: Downing N. W. *Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market* / N. W. Downing // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. — Oxford: Oxford University Press, 2005. — P. 271–298; Sylla R. *Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830* / R. Sylla // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. — Cambridge: Cambridge University Press, 2009. — P. 209–240; Wright R. E. *The first Wall Street: Chestnut Street, Philadelphia, and the birth of American finance* / R. E. Wright. — Chicago: University of Chicago Press, 2005. — P. 147–163; Гейст Ч. Р. *История Уолл-стрит* / Ч. Р. Гейст. — М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. — С. 19–21; Ротбард М. *История денежного*

до того, як це було в Англії, організовані ринки цінних паперів у США виникали більше з ініціативи брокерів, ніж в результаті дій держави. Однак загалом ринок цінних паперів США в той час мав невеликий обсяг і був фрагментований.

Першу фондову біржу створили в Нью-Йорку в 1792 р. після того як 24 брокери, які за традицією збиралися на Уолл-стріт у затінку під великим деревом платана, підписали Баттонвудську угоду (buttonwood — платан) про єдиний рівень комісійної винагороди (мінімум 0,25 %) і про взаємні пільги. У цей час на ринку цінних паперів США перебували в обігу державні облігації, а також облігації декількох нью-йоркських банків і Нью-Йоркської страхової компанії (New York Insurance Company).

У ті роки загальну увагу привернула скандальна історія спекулятивних операцій Вільяма Дьюера, нью-йоркського судді й депутата Конгресу. В 1787 р. Дьюер нажив величезний статок на спекуляції земельними ділянками та цінними паперами. Казначейство висунуло проти нього обвинувачення в посадовому злочині, і Дьюер, який на той час повністю збанкрутував, опинився в борговій в'язниці. Навіть втручання Олександра Гамільтона не допомогло, і в 1799 р. Дьюер помер. У США це була, мабуть, перша історія швидкого піднесення та падіння фінансового авантюриста.

У 1817 р. у Нью-Йорку офіційно створили приватну біржу — The New York Stock Exchange Board. Спершу операції на цій біржі були нечисленними (у 1815 р. там котирувалося 23 найменування цінних паперів, у 1830 р. — 31), а перевагу надавали надійним державним цінним паперам і акціям банків. Активізувалися операції із цінними паперами після 1830 р., коли почалося масове будівництво каналів (особливо великого каналу Ері) і залізниць, після чого на ринку стало з'являтися все більше акцій залізничних компаній. У 1848 р. Нью-йоркська біржа отримала сучасну назву — New York Stock Exchange (NYSE).

обращения и банковского дела в США. От колониального периода до Второй мировой войны / М. Ротбард. — Челябинск: Социум, 2005. — С. 65–69.

Фінансова криза 1819 р.

Перша у США фінансова криза відбулася у 1819 р. Її причинами стали швидке збільшення грошової маси, зростання незабезпечених банківських кредитів і підвищення напруженості в американській фінансовій системі у 1815–1818 рр.

Тільки лише за один 1815 р. кількість банків збільшилася з 208 до 246, при цьому багато хто з них мав право емісії банкнот. Тому і обсяг банкнот, що перебували в обігу, збільшився з 46 млн до 68 млн доларів (найбільші емісії відбулися у 1815 р. у Нью-Йорку та в 1816 р. у Пенсильванії). Зростала потреба в уніфікації процедури випуску банкнот, як і в наведенні хоча б якогось порядку в банківській системі. Із цією метою Конгрес у 1816 р. спробував повторно заснувати центральний банк — Second Bank of the United States.

Банк розпочав роботу в січні 1817 р. і мав узяти на себе деякі функції центрального банку. Саме цей банк мав основне значення у кредитному бумі, і до початку 1818 р. загальна сума виданих ним незабезпечених кредитів досягла 41 млн доларів²³⁹. Кредитний бум тривав, і банк сприяв посиленню ажіотажу замість того, щоб стати стримуючою силою. Заснування нових банків, як правило — дрібних, також не вдалося впорядкувати. Гроші, отримані в кредит, найчастіше використовували для спекулятивних операцій із землями на заході США, а отриманий прибуток перетікав на схід, де вкладався в будівництво комерційної нерухомості у великих міста, особливо в Нью-Йорку.

Після нетривалого кредитного буму розпочався короточасний економічний підйом. Однак коли Second Bank of the United States став скорочувати ризиковані кредити та почав вимагати погашення платежів за векселями інших банків, це призвело до кризи. За нею настала депресія 1819–1821 рр., наслідком якої стало збільшення безробіття та припинення декількох будівельних інвестиційних проєктів, розпочатих під час кредитного буму.

Наступна криза 1825 року відчувалася в США значно менше, ніж у Великій Британії. У 1826 р. експорт знизився на

²³⁹ Rothbard M. The Panic of 1819: Reactions and Policies / M. Rothbard. — Auburn (Alabama): Ludwig von Mises Institute, 2007. — P. 9–13.

22 %, імпорт — на 12 %²⁴⁰. На металургійну й вуглевидобувну промисловість криза практично не вплинула.

Підйом 1830-х років у США

Бурхливий економічний підйом розпочався в США у 1830-ті роки²⁴¹, однак тоді за технологічним рівнем американська промисловість, яка ще тільки зароджувалася, значно поступалася англійській. Для модернізації промислових підприємств масово експортувалося англійське обладнання та інші товари, а британські банки надавали великі кредити для цих операцій. За оцінкою Ендрю Джексона, президента США у 1829–1837 рр., загальна сукупна заборгованість окремих штатів і американських компаній європейським кредиторам досягала тоді 200 млн доларів, і більша частина цієї заборгованості виникла саме в 1830-ті роки²⁴².

У цей час у США була спрямована величезна кількість британських товарів та інвестицій. До того ж англійська текстильна промисловість була основним споживачем американської бавовни (у ті роки — основного товару в експорті зі США), тому коливання попиту на бавовну в Англії одразу впливали на стан американської економіки. Взаємна залежність США й Великої Британії, заснована на експорті бавовни, створила «трансатлантичну бавовняну економіку», яка мала власну складну й не дуже міцну архітектуру, тонкощі якої в ті роки мало хто розумів.

В основі руху потоків капіталів, пов'язаних із бавовняною торгівлею, стало врахування в Англії векселів, забезпечених партіями бавовни. Така практика була поширеною в торгівлі того часу, і в 1830-ті роки операції з купівлею та продажем «бавовняних» векселів перетворилися на великий розгалужений бізнес, у який були залучені численні брокери. Цей бізнес

²⁴⁰ Clark V. History of Manufactures in the United States / V. Clark. — 2 vols. Vol. 1. — New York: McGraw Hill, 1929. — P. 566.

²⁴¹ З 1830 по 1837 р. видобуток вугілля зріс на 266 %, виплавка чавуну — на 47 %, збирання бавовни — на 94 %, обсяг експорту — на 81 %, обсяг імпорту — на 137 %, кількість банків — на 139 % (з 330 до 788).

²⁴² Богарт Э. Л. Экономическая история Соединенных Штатов / Э. Л. Богарт. — М.: Экономическая жизнь, 1927. — С. 165.

до середини 1830-х років став набагато масштабнішим, ніж у 1820-ті роки, однак стабільність усієї системи залежала від готовності Банку Англії враховувати ті бавовняні векселі, які вважалися надійними. Від кількості цих векселів залежала процентна ставка врахування та прибуток від цієї операції. Крім того, із грошовими потоками, створеними операціями з бавовною, була пов'язана більшість нових банків, заснованих з 1830 по 1836 р.

Британські капітали надходили в США у формі кредитів окремим штатам на створення банків, будівництво каналів, залізниць та на інші проекти. Однак значну частину цих кредитів використали для спекулятивних операцій із земельними ділянками, дуже поширеними тоді у США. Коли під час загального підйому 1830-х років у США активізувалося акціонерне засновництво (в основному створювали нові банки та перші залізничні компанії), особливістю спекулятивного ажіотажу стала саме спекуляція державними землями під час їх розпродажу²⁴³.

Більшу частину земель, проданих за час спекулятивного буму, спекулянти купували за встановленою державою низькою ціною 1,25 долара за акр, щоб потім перепродавати землі переселенцям за значно вищою ціною, яка доходила до 25 доларів за акр. Банки не тільки фінансували ці спекулятивні операції, але й брали в них активну участь, використовуючи для придбання великих земельних ділянок банкноти, які вони самі випускали (у той час у США право емісії банкнот мали різні банки).

Чимало банків заснували під час грюндерського буму 1830-х років тільки з метою спекуляції земельними ділянками, використовуючи для цього право емісії банкнот. Втім, оскільки емісію контролювали слабо, а її правила грубо порушували, це призвело до швидкого знецінення паперових грошей. З 1830 по 1837 р. кількість американських банків збільшилася з 330 до 788, а сума випущених ними банкнот зросла в 2,5 раза. Крім банків засновницький ажіотаж торкнувся також залізничних

²⁴³ Якщо у 1823–1832 рр. продавали державних земель у середньому по 1,3 млн акрів на рік, то в 1833 р. обсяг проданих земель зріс до 3,9 млн, у 1834 р. — 4,7 млн, у 1835 р. — 12,6 млн, у 1836 р. — 20,1 млн. З початком кризи продаж земель швидко знизився до 5,6 млн у 1837 р. і 1,2 у 1841 р. (Guetter F. Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States / F. Guetter, A. McKinley. — Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. — P. 29).

компаній — більшість із них, як і в Англії, створювали з метою біржової гри з випущеними акціями, а будівництво залізниць мало другорядне значення²⁴⁴.

Загалом у 1830-ті роки європейські інвестори, насамперед британці, влили в США величезні капітали, купуючи переважно облігації окремих штатів і каналів, а також цінні папери залізниць. Все це підготувало підґрунтя для чергової фінансової кризи.

Криза 1837 р.

Основною причиною кризи 1837 р. став спекулятивний ажіотаж навколо операцій із земельними ділянками. Підігрівався цей ажіотаж британськими капіталами, що вкладалися як безпосередньо в земельні ділянки, так і у фінансування банків, створених для спекуляцій із земельною нерухомістю. За рахунок англійських кредитів фінансувався також весь імпорт британських товарів, що вело до переповнення вже перевантаженого ринку, наближаючи початок кризи.

Неврожай зерна у 1836 р. і необхідність його експортувати призвели до підвищення цін на продукти харчування та зниження попиту на промислові товари (в основному імпортовані з Великої Британії). «Ніколи раніше не було такого швидкого зростання вартості життя, як під час спекулятивного буму 1830-х років» — з 1834 по 1836 р. воно збільшилося на 66 %, а збільшення заробітної плати «не могло наздогнати таке підвищення цін»²⁴⁵.

Перші ознаки наближення кризи з'явилися навесні 1836 р., коли через збільшення напруженості на британському фінансовому ринку скоротився приплив англійських капіталів у США. Почалося зниження цін на бавовну, а потім і курсів акцій залізниць. Криза в Англії позбавила американських підприємців можливості брати кредити в англійських банках. Коли більша частина інвестиційних проєктів опинилася під загрозою, іноземні інвестори стали активно продавати ризиковані амери-

²⁴⁴ Тільки лише в штаті Мен у 1836–1837 рр. заснували 235 акціонерних компаній, більше ніж за десять попередніх років (Forman S. The Rise of American Commerce and Industry / S. Forman. — N.Y.: Century, 1927. — P. 150).

²⁴⁵ Dulles F.R. Labour in America / F.R. Dulles. — N. Y.: Thomas Y. Crowell Company, 1949. — P. 54, 55.

канські активи. Результат було неважко передбачити: спекулятивний бум закінчився банкрутствами як в Англії, так і в США.

На наближення початку кризи вплинуло також закриття в березні 1836 р. за наказом президента Джексона центрального банку, повторно відкритого у 1816 р. (з 1823 р. ним керував Ніколас Бідл, відомий у той час фінансист). Банк протидіяв обранню Джексона президентом, і після перемоги на виборах той став активним супротивником самої ідеї існування в США центрального банку.

Термін ліцензії банку минав 3 березня 1836 року, і президент Джексон ще в 1832 р. заявив, що не буде її продовжувати. Потім за його розпорядженням депозити федерального уряду на суму 30 млн доларів (близько 30 % від загальної суми урядових депозитів, розміщених у різних банках) перемістили з Second Bank of the United States в інші банки. За три роки обсяг депозитів скоротився удвічі, що значно послабило банк. До квітня 1836 р. залишилося лише п'ять із недавню численних філій. Оскільки через цей банк ішли значні потоки банкнот, він виконував роль регулятора грошового обігу. Тому його ослаблення з ініціативи президента Джексона наблизило настання кризи.

Крім того, початок кризи підштовхнув також указ президента від 11 липня 1836 року, згідно з яким придбання земельних ділянок всі, крім реальних переселенців, мали оплачуватися не банкнотами, а тільки золотом. Земельна спекуляція значно скоротилася — наприкінці 1836 р. продаж державних земель зменшився на 30 % у порівнянні із середнім рівнем попередніх місяців. Ціна на землю швидко впала, і ділянки, які ще недавно продавалися по 10 доларів за акр, тепер оцінювали по 3 долари²⁴⁶.

Однак виник додатковий попит на золото, що одразу де-стабілізувало багато банків, які спеціалізувалися на фінансуванні земельної спекуляції за допомогою емісії банкнот. Банки почали економити золоті запаси, банківський кредит обмежили, а вартість приватного кредиту зросла до 30–36 %.

Коли в Англії почалося зниження курсів усіх цінних паперів, британські інвестори стали продавати великі пакети американських паперів, що призвело до падіння їхніх курсів

²⁴⁶ Roberts A. America's First Great Depression. Economic Crisis and Political Disorder After the Panic of 1837 / A. Roberts. — Ithaca: Cornell University Press, 2012. — P. 38.

у США. А у квітні 1837 р. продавати великі пакети американських цінних паперів почав і Банк Англії — власники позбувалися їх, потребуючи грошей. Багато американських компаній, що існували за рахунок англійських кредитів, після цього швидко збанкрутували. Фінансова криза в США увійшла в гостру стадію. А після розпродажу за зниженими цінами британських товарів, запаси яких у США явно перевищували реальний попит на них, хвиля банкрутств серед американських компаній стала масовою. Почалося зняття вкладів у банках, і тим довелося призупинити розмін банкнот на золото. Це призвело до швидкого посилення паніки й хвилі банкрутств вже серед самих банків.

У травні 1837 р. криза досягла свого максимуму, а потім перейшла у спад. Зважаючи на залежність фінансового ринку США від англійських інвестицій, криза 1837 року мала в США серйозніші наслідки, ніж в Англії. Вона призвела до банкрутства багатьох дрібних підприємств, для яких життєво важливими були вигідні кредити, і на якийсь час загальмувала розвиток американського ринку цінних паперів. За час кризи в США закрилося багато невеликих банків, а чверть штатів оголосили дефолти за випущеними ними борговими зобов'язаннями.

Припинило роботу 90 % усіх фабрик (особливо на сході країни), будівництво залізниць і каналів також було призупинено. Загальні збитки, спричинені кризою 1837 р., досягли до 1840 року 6 млрд доларів²⁴⁷. І навіть якщо ця величезна на той час цифра перебільшена, збитки однаково були дуже значні. Зокрема, під час кризи 1837 р. самі лише втрати від банкрутств і знецінювання капіталів досягли 100 млн, від знецінювання банкнот — 54 млн доларів, падіння курсів облігацій штатів — 100 млн, акцій корпорацій — 80 млн, від знецінювання нерухомості — 300 млн доларів. «Мандрівник, що побував у 1840 р. у Північній Кароліні, стверджував, що становище в цьому краї було важчим, ніж деінде. Землі... які раніше оцінювалися від 20 до 25 доларів за акр, тепер можна було купити по 3–5 доларів... чимало ділянок, які коштували по 10–20 доларів за акр, були продані шерифами по 50 центів за акр». Під час кризи «багато людей кинули свою нерухомість і поїхали в Техас та Алабаму». Паніка була настільки силь-

²⁴⁷ Rezneck S. The Social History of an American Depression 1837–1843/ S. Rezneck // The American Historical Review. — 1935. — July. — P. 662.

ною, що «велика кількість ферм з полями, підготовленими до сівби або вже фактично засіяних, були закинуті та залишені власниками»²⁴⁸.

У 1837 році Мартін ван Бюрен (президент США з 1837 по 1841 р.) перед тим як посісти президентське крісло намагався пояснити, чому Сполучений Штати й Велика Британія, «найбільш комерційні нації, які ще зовсім недавно процвітали», раптово зустрілися із кризою. «І в тій, і в іншій країні спостерігалася надмірна кількість паперових грошей і кредитних інструментів, однакові спекулятивні настрої; ті самі часткові успіхи; ті самі проблеми й невдачі; тому, зрештою, практично ідентичні катастрофи»²⁴⁹.

Американський ринок цінних паперів у 1840-ті роки

Після кризи ринок цінних паперів США перебував у стані підвищеної нестабільності. У 1838 р. почалося відновлення активності ринку, але воно виявилось короточасним, і з 1839 р. країна увійшла в тривалий період економічної депресії, який іноді називають «першою американською великою депресією». Загальні збитки у 1837–1841 рр. від зниження курсу акцій, зняття депозитів і знецінювання нерухомості досягли 1 млрд доларів.

Однак наприкінці 1830-х років до американського ринку цінних паперів став виявляти інтерес такий важливий гравець, як лондонський банкірський дім Натана Ротшильда. Представником Ротшильда в США був відомий у ті роки агресив-

²⁴⁸ McGrane R. The Economic Development of the American Nation / R. McGrane. — Boston: Ginn and Company, 1942. — P. 118, 141.

²⁴⁹ Цит. за: Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. — М.: Эксмо, 2011. — С. 146. Справді, «хоча Сполученим Штатам протягом 1830-х років не було рівних у їхньому необмеженому прагненні до ризикованих банківських операцій і в спекуляції нерухомим майном, британці у свою чергу створили таку саму “бульбашку”, з необдуманим розширенням кредиту й дикою спекуляцією» на основі текстильного виробництва й будівництва залізниць. А коли американська економіка обвалилася, те саме відбулося із британською. «Ту кризу не можна було сприймати як перенесення інфекції від хворої економіки на здоровішу; обидві економіки занедужали практично в один час» (Там само, с. 146).

ним стилем ведення бізнесу фінансист Огаст Бельмон, за чутками — позашлюбний син одного з Ротшильдів. Спираючись на фінансовий вплив Ротшильдів, заснований О. Бельмоном банкірський дім незабаром відтіснив основного конкурента — банк братів Берінг (Baring Brothers), і став найбільшим кредитором уряду США.

Однак поширена в той час в американському суспільстві ворожість до іноземних кредиторів, зокрема до Ротшильдів та інших приватних банкірських домів, засновники яких були переважно німецько-єврейського походження (Джозеф Селігман, брати Лазард із Нового Орлеана та інші) часто призводила до невиконання боржниками фінансових зобов'язань (зокрема ухилення від сплати відсотків). Тому ринок цінних паперів США вважався тоді дуже ризикованим²⁵⁰.

До 1840-х років американський ринок цінних паперів стабілізувався. А завдяки його прискореному зростанню довіра до нього почала більшати. Вже у 1830 р. кількість компаній (226), що проводили в США операції на ринку цінних паперів, перевищила кількість таких компаній в Англії (206), де вони почали створюватися набагато раніше²⁵¹.

У швидкому розвитку цього ринку чимале значення мало винайдення Семюелом Морзе у 1844 році телеграфу, який швидко поширився серед американських фінансистів, забезпечуючи оперативну передачу інформації. У середині XIX століття в США вже проклали більше 10 тисяч миль телеграфних ліній (в Англії в той час довжина цих ліній становила трохи більше тисячі миль).

У США протягом 1840-х років обсяг виробленої продукції у всіх секторах промисловості зріс на 200–400 % на відміну від 50–70 % у Великій Британії. Однак хоча за темпами еко-

²⁵⁰ Щоб підвищити стабільність ринку, в 1841 р. у Нью-Йорку Льюїсом Таппеном було створено рейтингове агентство (з 1933 р. воно отримало назву Dun and Bradstreet і зберігає її донині).

²⁵¹ Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830 / R. Sylla // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. — Cambridge: Cambridge University Press, 2009. — P. 224–225; Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870–1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. — Cambridge: Cambridge University Press, 2009. — P. 262–294).

номічного зростання США дедалі більше випереджали Велику Британію, за абсолютними показниками Англія продовжувала лідирувати зі значним відривом від інших країн²⁵².

Новий підйом в США почався, як і в Англії, у 1843 р. На відміну від підйому середини 1830-х років, він не був заснований ані на припливі іноземних інвестицій, ані на якомусь суттєвому кредитному бумі — позначалися значні втрати кредитно-фінансової системи під час кризи 1837 р. Рушійними силами нового підйому стало збільшення населення США (у 1840-х роках — з 17,1 до 23,2 млн) та освоєння нових земель. Доходи від сільського господарства зросли в 1,35 раза (особливо після неврожаю в 1846 р. у країнах Європи та підвищення попиту на американське зерно).

Зростання в аграрному секторі створило додатковий попит на продукцію промисловості. Але головним чинником підйому 1840-х років (особливо у важкій промисловості) став залізничний бум — темпи приросту залізничної мережі збільшувалися, і потреба в металі значно перевищувала можливість американської промисловості²⁵³.

Загалом, криза 1847 р. відчувалася в США набагато слабкіше, ніж інші кризи (зокрема 1837 р.). Революції 1848 р. у Франції, Німеччині та інших країнах Європи призвели до виведення значних капіталів із цих країн і переміщення їх до США. Такий приплив капіталів супроводжувався стійким зростанням американського експорту, який приносив стабільні доходи. До того ж під час підйому 1840-х років не було такої кредитної експансії, як у 1830-ті роки, і до моменту настання в Європі кризи кредитно-фінансова система США була загалом стабільною. Курси залізничних акцій знизилися в середньому на 10 %, експорт — на 14 %, оптові ціни — на 9 %.

Усе це надало можливість пройти через кризу 1847 р. відносно спокійно. Промисловість була завантажена військовими замовленнями, пов'язаними з Америко-мексиканською війною 1846–1848 рр. Війна стимулювала ринок, а після її

²⁵² У 1836–1846 рр. видобуток вугілля в Англії зріс з 30,4 до 40,7 млн т (на 47 %), у США — з 1,1 до 4,8 млн т (на 336 %); виплавка чавуну: в Англії з 1219 до 2032 млн т (на 67 %), у США — з 247 до 813 млн т (на 229 %).

²⁵³ Більше 70 % рейок та інших металовиробів для залізниць у 1840-ві роки імпортувалися. Завдяки високим темпам економічного зростання високою була і норма прибутку — у легкій промисловості вона становила в середньому 10–25 %.

завершення до США відійшли нові території (Аризона, Техас, Невада й Каліфорнія). У Каліфорнії на початку 1848 р. знайшли запаси золота, після чого там почалася знаменита «золота лихоманка», а надходження на ринок великої кількості дорогоцінного металу пожвавило фінансову систему США у 1850-ті роки і забезпечувало подальший економічний підйом.

На динамічний розвиток ринку цінних паперів у США значний вплив мав спосіб організації фінансової системи, для якої, як і у Великій Британії, із самого початку її історії була характерна підвищена децентралізація. Це робило її більш нестабільною, але водночас сприяло концентрації капіталів, забезпечуючи значні перспективи для зростання.

Ринок цінних паперів у німецьких державах

Конфедерація німецьких держав

На початку XIX ст. на території Німеччини існувало 39 окремих держав, найбільшою з яких була Пруссія зі столицею в Берліні. У 1815 р. створили Німецьку конфедерацію — вільне об'єднання германських держав. Основну роль у конфедерації відігравала Пруссія, яка поглинула багато земель на заході після поразки Наполеона. Вона опинилася у привілейованому становищі, оскільки на її території перебували основні природні ресурси (зокрема вугілля та залізна руда). Щоб підвищити свій економічний потенціал, Пруссія у 1820-ті роки активно імпортувала з Англії парові машини й верстати (часто це відбувалося нелегально), а в 1840-ті роки основною рушійною силою індустріалізації стало будівництво залізниць.

Аристократичні еліти, які керували численними дрібними германськими державами, не були зацікавлені в економічному розвитку своїх князівств, вони більше прагнули зберегти ло-

кальні традиції. Кожне з цих князівств брало своє мито, стримуючи таким чином розвиток торгівлі. Тому німецька фінансова й банківська системи в першій половині XIX ст. були загалом мало розвинені, що гальмувало загальний економічний і промисловий розвиток у першій половині XIX століття.

Затримка в економічному зростанні германських держав почасти була пов'язана з тим, що з початком колоніальної епохи з'явилися нові торговельні шляхи, і водний маршрут Рейном, яким колись везли товари з Південної Європи в Північну, давно вже втратив своє значення, як і колись знаменитий Ганзейський союз. Незважаючи на це, в Німеччині з XVIII ст. сформувалася власна фінансова культура, пов'язана із приватними банкірськими домами — Ротшильдів й Гольдшмідтів із Франкфурта, Оппенгеймів у Кельні, Бишофсхеймів у Майнці. Ці династії за допомогою сімейних альянсів і вигідних шлюбів створили складну мережу неформальних родинних і особистих ділових зв'язків, заснувавши в епоху Наполеона банкірські дома в Брюсселі, Відні, Лондоні й Парижі.

Зокрема, Соломон Оппенгейм, подібно до братів Берінг, вже у віці 17 років розширив сімейний бізнес і заснував у 1789 р. успішний банкірський дім у Кельні. Його син Симон фон Оппенгейм, який одержав за заслуги аристократичний титул від кайзера, фінансував створення на території Німеччини перших залізниць (зокрема Рейнський залізничний консорціум).

Акціонерні компанії в Німеччині розвивалися загалом повільніше, ніж в Англії та Франції, хоча ще в XV і XVI століттях існували торговельні товариства (таким товариством було Gesellschaft des Zeynnhandels у Мейсені). Багато ознак акціонерної компанії мало засноване в 1726 р. командитне «товариство на акціях» Uglær Woll und Tuchsocieta. Акціонерними компаніями в сучасному сенсі можна вважати Гамбурзьке страхове товариство (засноване в 1765 році) і Берлінське страхове товариство (засноване в 1812 році), яке страхувало переважно від пожеж). У 1820-ті роки на території німецьких держав (і насамперед у найбільшій з них — Пруссії) стали з'являтися численні страхові товариства різного спрямування та розмірів, а їхні акції почали активно торгуватися на біржах.

Франкфуртська та Берлінська біржі

Франкфурт із кінця XVII — початку XVIII ст. був основним фінансовим центром на території Німеччини. Очевидно, не-випадковим є той факт, що брати Ротшильди, як і деякі інші приватні банкіри, походили саме із Франкфурта²⁵⁴. Франкфуртська біржа була найстаршою німецькою біржею (так само як і Гамбурзька, заснована у 1583 р.). З XVI століття Франкфурт прославився своїм ярмарком, на якому відбувалися великі угоди з векселями, більшу частину яких традиційно контролювали єврейські маклери²⁵⁵. У 1820-ті роки міжнародне значення Франкфуртської біржі почало зростати, головним чином завдяки тому, що це був основний ринок для австрійських державних облігацій, і починаючи з 1825 р. на цій біржі діяла організована група з 58 банкірів. Але надалі, особливо після об'єднання Німеччини в 1871 р., Франкфурт дедалі більше втрачав своє значення основного німецького фінансового центру. Таким центром став Берлін.

У Берліні перші повідомлення про маклерів, які займалися вексельними операціями, датуються 1802 роком. Берлінська біржа активізувала свою діяльність у 1830-ті роки, хоча основне своє значення ця біржа набула набагато пізніше, після об'єднання Німеччини. Однак і в цей час значення Берліну як фінансового центру було незначним, хоча в місті було декілька великих приватних банкірських домів, зокрема *Mendelssohn & Co.*

²⁵⁴ Докладніше про становлення Франкфурта як фінансового центру див.: Ullman H. Staat und Schulden. Öffentliche Finanzen in Deutschland seit dem 18. Jahrhundert / H. Ullman. — Göttingen: Vandenhoeck Ruprecht GmbH & Co., 2009. — S. 109–126; Holtfrerich C. Frankfurt as a Financial Centre / C. Holtfrerich. — Berlin: Verlag C. H. Beck, 1999. — P. 161–163; Holtfrerich C. Frankfurts Weg zu einem europäischen Finanzzentrum / C. Holtfrerich // Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert [Ed. Christoph Maria Merki]. — Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. — S. 53–82; Tilly R. Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815–1817 / R. Tilly. — Madison: Univ. of Wisconsin Press, 1966. — P. 117–118.

²⁵⁵ У XVII столітті серед них був популярним Глюкель фон Гамельн, який контролював торгівлю векселями та «іншими паперами». У цей час Франкфурт стає, за словами Вернера Зомбарта, «філією Амстердаму». Торгівля векселями та іншими паперами у Франкфурті була тісно пов'язана з Гамбургом, ще одним важливим центром фінансових послуг і операцій з векселями. Торгівля акціями (що відбувалася під прикриттям приватних страхових компаній, які займалися морським страхуванням) у Гамбурзі на початку XVIII століття була заборонена (Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2. / В. Зомбарт. — СПб.: Владимир Даль, 2005. — С. 225–226, 236).

Кризи 1825 і 1836–1837 рр. у Німеччині

Недостатня розвиненість германської економіки не означала, що вона не відчувала циклічні кризи — прикладом тому були події 1825 р., які спричинили загальний спад у Німеччині та хвилю банкрутств на початку 1826 року. Курси цінних паперів почали падати і багато з них знецінилися, а з 1200 торговельних і банкірських домів можна було нарахувати не більше 20, векселі яких приймали до врахування у 1826 році.

У 1830-ті роки розпочався новий підйом. Як і у Франції, у Німеччині роки перед кризою були позначені зростанням промислового виробництва. Це зростання особливо прискорилося після створення в 1834 р. Германського митного союзу, що стало важливим кроком до об'єднання дрібних германських держав. Почали будуватися перші залізниці, хоча їхня загальна довжина була поки ще невеликою²⁵⁶. До 1837 р. у германській економіці вже було достатньо внутрішніх передумов для кризи, однак через вплив британського експорту товарів і капіталів ця криза ще не стала самостійною і вона почалася під впливом кризи в Англії.

«Відомо, що жодна європейська країна... так сильно не залежить від впливу англійських криз, як Німеччина. Причина цього проста: Німеччина є для Англії найбільшим ринком збуту на континенті, а головні предмети експорту Німеччини, вовна й хліб, мають в Англії найбільший попит»²⁵⁷. І справді, з 1836 по 1842 р., під час спаду в британській економіці, експорт англійських товарів у Німеччину зріс із 4,5 млн фунтів до 6,3 млн фунтів (на 38%)²⁵⁸. За розмірами британського експорту Німеч-

²⁵⁶ Видобуток вугілля з 1830 по 1837 р. зріс на 50 %, виплавка чавуну — на 21 %, експорт — на 19 %. За всіма цими показниками Німеччина значно відставала від Франції, не кажучи вже про Велику Британію. Довжина залізниць у Німеччині у 1837 р. була лише 96 км, у Франції — 195, в Англії — 871 км; виплавка чавуну в Німеччині становила 163 тис. тонн, у Франції — 332 тис. тонн, в Англії — 1219 тис. тонн; видобуток вугілля в Німеччині досяг 2,1 млн тонн, у той час як у Франції — 3 млн тонн, в Англії — 30,5 млн тонн (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. — С. 411).

²⁵⁷ Маркс К. Второй международный обзор / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. — Т. 7. — <http://www.coollib.net/>

²⁵⁸ Porter G. R. The Progress of the Nation: In Its Various Social and Economical Relations, from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. — London: J. Murray, 1851. — P. 364.

чина була на другому місці після США, а в окремі роки (1837, 1840, 1842 рр.) навіть виходила на перше місце.

Перші ознаки кризи Німеччина відчула у 1836 р., коли підвищили ставку врахування векселів з 4 % до 5 %. У 1837 р. експорт знизився на 8 %, індекс цін на промислову сировину також знизився на 8 %²⁵⁹. Втім, набагато більше значення для германської економіки мало навіть не зниження експорту, а загострення конкуренції з англійськими товарами²⁶⁰. Німеччина нічого не могла протиставити англійській конкуренції, тому що Митний союз ще не став настільки міцним, а серед промисловців і підприємців було багато прихильників вільної торгівлі — придбання дешевої британської сировини для текстильної промисловості залишалося економічно вигідним і обіцяло додатковий прибуток. За таких умов єдиним способом витримувати конкурентну боротьбу було збереження відносно низької оплати праці, що дозволяло Німеччині експортувати свою промислову продукцію. Загалом криза 1837 р. у Німеччині не стала глибокою чи тривалою.

Як і в багатьох інших країнах, у 1840-ті роки в Німеччині розпочався залізничний бум. З 1837 по 1848 р. там проклали 5000 км залізничних ліній (у сусідній Франції — 1628 км). Інвестиції в залізничні проекти за ці роки зросли з 21 до 454 млн марок, а випуск продукції в різних галузях промисловості збільшився на 40–80 %²⁶¹.

²⁵⁹ Dieterici K. Der Volkswohlstand im preussischen Staate: in Vergleichungen aus den Jahren vor 1806 und von 1828 bis 1832, so wie aus der neuesten Zeit, nach statistischen Ermittlungen und dem Gange der Gesetzgebung aus amtlichen Quellen / K. Dieterici. — Berlin: Druck und Verlag von Ernst Siegfried Mittler, 1846. — S. 238.

²⁶⁰ Посилення кризи в Англії підштовхувало британських експортерів знижувати ціну на свої товари, щоб будь-яким способом зберегти обсяг експорту. Для Німеччини це означало, що імпорт дешевої англійської сировини виявлявся вигіднішим, ніж виробництво цієї сировини на місці. Це торкнулося в Німеччині насамперед текстильної промисловості, що використовувала імпортовані з Англії напівфабрикати (переважно пряжу). Металургійна промисловість, слабо розвинена в Німеччині в ті роки, знизила виплавку чавуну лише на 4 % — вона не залежала від експорту з Великої Британії. А залізничне будівництво, яке тільки зароджувалося, створювало стійкий попит на метал і виробу з нього, так само як і на видобуток вугілля.

²⁶¹ Kuczynski J. Die Geschichte der Lage der Arbeiter unter dem Kapitalismus: Die Geschichte der Lage der Arbeiter in Deutschland von 1789 bis in die Gegenwart / J. Kuczynski. — Berlin: Tribüne, 1955. — S. 49.

Однак більшу частину потрібного для залізничних проєктів металу Німеччина імпортувала з Англії, тому прибуток від реалізації цих проєктів мала англійська промисловість, яка отримувала додаткові замовлення. Адже в ці роки в Німеччині ще переважали дрібні підприємства з ручною працею. І навіть Берлін у 1840-ті роки ще називали «містом ремісників».

Політична роздробленість Німеччини стала основним гальмуючим чинником, і навіть під час створення залізничної мережі кожна з багатьох дрібних германських держав будувала дороги для своїх локальних потреб. Єдину систему ці дороги утворили тільки в 1850-ті роки. Саме роздробленість стала основною причиною того, що підйом 1840-х років у Німеччині виявився невиразним, а експорт залишався слабким. Через нерозвиненість кредитної системи й вузькість фінансового ринку спекулятивного буму в 1840-ті роки фактично не було, а курси германських залізничних паперів у цей час не зростали. До того ж у 1841–1842 рр. відзначалася економічна депресія — ціни на промислові товари знизилися на 10 %, видобуток вугілля — на 7 %, виплавка чавуну — на 7 %, споживання бавовни — на 15 %, будівництво залізниць — на 34 %.

Формування ринку цінних паперів в Австрійській імперії

Габсбурзька монархія в центрі Європи

Австрійську імперію створили у 1804 р., і вона існувала до 1867 р., коли після об'єднання з Угорщиною виникла Австро-Угорська імперія. Столицею монархічної династії Габсбургів був Відень, старовинне місто в центрі Європи, яке мало набагато більш давні культурні традиції, ніж прусський Берлін. «Римляни заснували це місто як цитадель, як форпост, щоб захистити латинську цивілізацію від варварів», і тому більше тисячі років «тут зустрічалися всі течії європейської культу-

ри», тому кожен мешканець цього міста «виховувався наднаціонально, як космополіт, як громадянин світу»²⁶².

Особливості економічного розвитку Австрії визначалися специфікою території — численні гори (Альпи, Карпати та інші) ускладнювали транспортування сировини й продукції, а наявність єдиного морського порту Трієст не сприяло активній зовнішній торгівлі.

Втім, темпи економічного розвитку Австрії у XVIII столітті загалом відповідали середнім європейським стандартам, особливо в період «освіченого абсолютизму» в часи імператриці Марії Терезії (1717–1780, правила з 1740 по 1780 р.)²⁶³. Однак в першій половині XIX століття, під час реакції абсолютизму, символом якої став К. Меттерніх (австрійський політик і міністр закордонних справ з 1809 по 1847 р.), відомий супротивник лібералізму у всіх його формах, економічний розвиток почав уповільнюватися.

У сприйнятті сучасників Австрійська імперія дедалі більше залишалася в минулому XVIII столітті. Причиною цього були насамперед особливості менталітету родової аристократії, не зацікавленої в створенні промисловості та впровадженні технологічних інновацій. У зовнішній торгівлі країна орієнтувалася на політику протекціонізму, що також не сприяло швидкому економічному зростанню²⁶⁴.

²⁶² «Навряд чи в якомусь іншому місті Європи прагнення до культури було настільки сильним, як у Відні. Саме тому, що Австрія вже декілька століть не мала політичних амбіцій, не знала особливих удач у своїх військових походах, національна гордість сильніше за все проявилася в прагненні стати лідером у мистецтві... Готове сприймати та наділене особливим даром до сприйнятливості, це місто притягувало до себе найбільш полярні сили, вивільняло та поєднувало їх... Добре жилося тут, у цьому місті, яке легко приймало все чуже та охоче віддавало своє; у його легкому повітрі, схожому на паризьке, яке окриляло веселістю, природним було насолоджуватися життям. Справді, Відень був містом насолод; але що ж тоді є культура, якщо не видобування з грубої матерії життя найбільш тонкого, ніжного та тендітного — видобування за допомогою мистецтва та любові» (Цвейг С. Вчорашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. — М.: Радуга, 1991. — С. 25–26).

²⁶³ Людвіг фон Мізес вважав, що в цей час політика австрійського уряду (зокрема, зниження податків) пішла на користь селянству (Mises, L. von. Die Entwicklung des Gutsherrlich-Bauerlichen Verhältnisses in Galizien (1772–1848) / Mises, L. von. — Wien und Leipzig: Franz Deuticke, 1902. — S. 78).

²⁶⁴ Впливові політичні партії були прихильниками аграрного господарства, вони негативно ставилися до розвитку промисловості, який призводить до зменшення політичного впливу аристократії — великих землевласників. Консервативно налаштовані поміщики свідомо й цілеспрямовано прагнули до того, щоб не допустити індустріалізації.

Зрештою, на початку XIX століття в Австрійській імперії промисловість була менш розвинена, ніж в сусідній Німеччині. Однак навіть у цей час динаміка економічного зростання (зокрема у 1830–1848 рр.) була непогана — 7 % на рік у вугледобувній промисловості, 7 % — у текстильній, 5 % — у цукровій²⁶⁵. Однак промисловість ще не була сконцентрована в міських індустріальних центрах, і більше значення мали мануфактури, створені великими поміщиками у своїх маєтках. Конкурентоспроможність австрійських товарів на європейському ринку була низькою, що також гальмувало промисловий розвиток країни.

Перші акціонерні компанії (зокрема компанія Wienberger, яка виробляла цеглу) з'явилися у Відні у 1719 році. Але, як і в багатьох інших країнах, вирішальним поштовхом для індустріалізації й створення промислових підприємств стало залізничне будівництво 1840-х років²⁶⁶.

Ще у 1824 р. Франц Антон фон Герстнер отримав право на будівництво дороги на кінній тязі між Маутхаузенем і Будвайсом. Оскільки знайти джерела фінансування цього проєкту не вдалося, у 1825 р. Ф. Герстнер продав це право Першому австрійському залізничному товариству, заснованому відомими віденськими торговими домами Г. фон Геймюллера, С. фон Годоса, І. Штамеца. Це товариство і почало будівництво дороги²⁶⁷.

Пошук джерел фінансування будівництва перших залізниць і промислових підприємств являв собою серйозну проблему як через нерозвинену фінансову інфраструктуру, так і тому, що заможні землевласники зазвичай не виявляли зацікавленості до цих проєктів. Єдиним можливим джерелом фінансування могли бути, як і в Німеччині, тільки приватні банкірські дома.

²⁶⁵ Шимов Я. Австро-Венгерская империя / Я. Шимов. — М.: Эксмо, 2003. — С. 227.

²⁶⁶ У Габсбурзькій імперії протягом тривалого часу основні перевезення вантажів відбувалися водним шляхом через Дунай (цей шлях зберіг своє значення навіть після появи залізниць).

²⁶⁷ Докладніше про перші проєкти залізниць див.: Tools of Empire. Neue Technologien schaffen die Voraussetzungen für eine Weltpolitik im 19. und 20. Jahrhundert. 2006. — P. 16–20.

Виникнення банківської системи

Банківську систему в Австрії почали створювати у XVIII столітті. На початку XIX ст. основними джерелами фінансування промислового розвитку в Австро-Угорській імперії були приватні банкірські дома, а ринок цінних паперів тільки ще зароджувався і мав другорядне значення. Через віденські банкірські дома проходили всі зовнішні позики XVIII століття. Для покриття дефіциту бюджету ці дома проводили підписку на облігації, і таким чином забезпечували акумуляцію капіталу й виплату відповідних відсотків учасникам операцій.

Саме приватні банкірські дома до 1848 року переважали як джерело фінансових ресурсів, а в другій половині століття їх поступово замінили акціонерні комерційні банки). У 1820-ті роки відомим став банкірський дім Фріс і К, який збанкрутувався у 1826 р., потім зросло значення банкірських домів Симона Сіна, Арнштейна та Ескелеса, Штаметц-Майєра, Геймюллера. Коли останній з банкірських домів збанкрутував у 1841 році, це помітно дестабілізувало фінансову систему Австрії. Адже приватний банкір Бернхард фон Ескелес (який разом зі своїм партнером і родичем Натаном фон Арнштейном створив великий банкірський дім) був засновником Національного банку Австрії та його директором протягом 23 років.

Процеси індустріалізації значно збільшили потребу в кредитах. Часом кредити приватних банкірських домів були досить великими, їх брали для створення нових промислових підприємств. Найвпливовішим із приватних банків був тоді Geld-Anstalt, приватний банкірський дім Соломона Ротшильда, який надавав значну підтримку фінансовій системі Австрії. Хоча будівництво перших австрійських залізниць фінансувалося різними віденськими приватними банкірами²⁶⁸, основне значення у цих проєктах мали саме Ротшильди. Після успішного фінансування будівництва Північної залізниці Соломон Ротшильд та інші чотири його брати отримали титули баронів Австрійської імперії.

Загалом, у першій половині XIX століття фінансова й банківська системи Австрійської імперії були ще не дуже розвинені. Австрійський національний банк (Oesterreichische

²⁶⁸ Крім того, у фінансуванні брали участь німецькі банки — Disconto-Gesellschaft, Dresdner Bank та інші.

Nationalbank), який випускав паперові гроші, в операціях із цінними паперами орієнтувався на надійні державні облігації. А приватні банкірські дома зазвичай не займалися фінансуванням промисловості. Банківські кредити надавали окремим представникам аристократії, деякі з яких могли з власної ініціативи використовувати його для створення промислових підприємств.

Австрійський ринок цінних паперів

До правління імператриці Марії Терезії (1740–1780 рр.) цінні папери на пред'явника, пов'язані з державним боргом, в Австрії практично не використовували. Під час укладання державою боргових зобов'язань (зазвичай у великих приватних банкірів) боржником залишався безпосередньо правлячий монарх.

Під час Семирічної війни із Пруссією (1756–1763)²⁶⁹ військові витрати Австрії зросли від 115 млн гульденів на початку війни до 280 млн гульденів у 1762 р. Граф Людвіг фон Ціендорф запропонував випустити державні облігації, які можна було б використовувати як платіжний засіб. Після цього уряд імператриці Марії Терези вирішив випустити у 1762 р. так звані банкоцетлі (нім. bankozettel — дослівно «банківські записки», аналогічно англійському слову banknotes). Вони стали першими австрійськими цінними паперами Віденського міського банку (Wiener Stadt Banco). Цей проєкт був інноваційним у порівнянні з іншими країнами Європи, а про його можливі негативні наслідки для стабільності австрійської фінансової системи тоді мало хто замислювався.

Банкоцетлі стали чимось середнім між облігаціями й білетами державної скарбниці. Зазвичай 50 % оплати за товари тоді приймали монетами, а другу половину — банкоцетлями. У перші роки їхнього обігу курс банкоцетлів іноді був навіть трохи вище (на 1–2 %), ніж у срібних гульденів. Ці цінні папери випускали номіналом 5, 10, 25, 50 і 100 гульденів і призначали для прошарку заможних осіб (адже тоді на 5 гульденів середня

²⁶⁹ Семирічну війну іноді називають найпершою світовою війною, оскільки вона торкнулася не тільки Європи, але й колоній в Північній Америці, на Карибах, Філіппінах, в Індії. У Європі основний конфлікт був між Австрією й Пруссією через Сілезію.

родина могла прожити цілий місяць). Відсотки за цими цінними паперами сплачували не за квитанцією, що виставлялася кредитором, а під час пред'явлення процентного купона, який додавався до облігації. Банкоцетлі часто підробляли, як і паперові асигнації, зокрема у Франції та у франко-італійській Цизальпінській республіці. За це тоді давали 5–10 років тюремного ув'язнення.

Першу офіційну емісію банкоцетлів провели 1 липня 1762 р. на суму 12 млн флоринів (гульденів), а другу — в 1771 р. після заснування Віденської біржі; тоді з'явилися банкоцетлі номіналом у 500 і 1000 гульденів. Третя емісія була у 1784 р., четверта — у 1796 році. П'ята емісія була у 1800 році й остання шоста — у 1806 р.²⁷⁰. Загальна сума банкоцетлів в обігу збільшилася з 26,7 млн у 1793 р. до 91,8 у 1798 р. А у 1807 р. банкоцетлів в обігу було вже майже на 500 млн гульденів, у 1810 р. — на 942 млн гульденів²⁷¹. Разом із збільшенням в обігу кількості банкоцетлів довіра до них почала знижуватися, а разом з цим — їхній курс (у 1799 році за 100 банкоцетлів давали 92 гульдени сріблом, у 1810 році — лише 15 гульденів)²⁷². «У кожного, чий капітал був поміщений у банкоцетлі... він скоротився на 4/5»²⁷³.

Випуском банкоцетлів не вдалося зменшити проблеми, а велика кількість цих паперів в обігу лише дестабілізувала фінансову систему Австрії. У 1782 році виник дефіцит державного бюджету, що зростав приблизно на 20 млн на рік. У 1785 р. частину банкоцетлів на суму 7 млн погасили та вилучили з обігу, але скоро провели нову емісію на суму 20 млн. Причиною наступних емісій банкоцетлів стало швидке збільшення дефіциту державного бюджету²⁷⁴. Для його зменшення Австрійська імперія пішла звичним у той час шляхом, використовуючи зовнішні облігаційні позики. Дві позики на 103 млн гульденів організували в Англії, але й це не допомогло усунути дефіцит.

²⁷⁰ Jak u nás vznikly papírové peníze. — <http://www.jeremyho.blog.cz>

²⁷¹ Österreichisch-Ungarische Monarchie (Geschichte: 1809–1815). — <http://www.peter-hug.ch>

²⁷² Oesterreichische Nationalbank. 1816–1818. Zeit der Gründung und des Provisoriums. — <http://www.oenb.at>

²⁷³ Коллас К. Государственное банкротство и его течение / К. Коллас. — Пг., 1918. — С. 46.

²⁷⁴ Ullman H. Der deutsche Steuerstaat. Geschichte der öffentlichen Finanzen vom 18. Jahrhundert bis heute / H. Ullman. — München: Verlag C. H. Beck, 2005. — S.24.

У 1794–1809 рр., коли Австрія брала участь у війні з Наполеоном, військові витрати зросли до 150 млн флоринів на рік. На початку XIX ст. Австрійська імперія, незважаючи на її політичне значення, була не дуже багатою державою, тому війна із Францією виснажила державний бюджет. На утримання армії йшло 37,5 % державних доходів, на адміністративний апарат — 35 %. Це призвело до швидкого росту державного боргу (з 399 млн у 1791 р. до 680 млн у 1802 р.²⁷⁵).

Міністерство фінансів випустило облігації військової позики, крім того, були випущені так звані «срібні ренти» — державні облігації, номіновані в срібній валюті (у якій також передбачалося виплачувати дохід за ними). Облігації добре котирувалися на біржах, особливо в Парижі, чому допомогла їхня прив'язка до срібла, і навіть після того, як ці облігації були потім конвертовані у звичайні, вони зберегли свою популярність²⁷⁶. Але сам по собі випуск облігацій не зміг принципово поліпшити стан австрійської фінансової системи. 15 березня 1811 р. казначейство оголосило дефолт, девальвуюючи банкоцетлі (загальна сума яких досягла 1060 млн гульденів), які зберегли на той час лише 20 % вартості. Хоча «довільне встановлення курсу банкоцетлів у співвідношенні 100 до 500 не відповідало вексельному курсу... насправді банкоцетлі досягли курсу 100 до 800», внаслідок чого «не можна було уявити собі більшої пертурбації у всіх грошових відносинах»²⁷⁷.

Навіть після девальвації 1811 року грошова система була перенасичена банкоцетлями, які вже неохоче приймали як засіб платежу. Для вилучення з обороту знецінених банкоцетлів та їхнього обміну на нові паперові гроші (за курсом 5 до 1) у 1816 р. з ініціативи міністра фінансів Йогана фон Стадіона заснували привілейований Австрійський національний банк (Oesterreichische Nationalbank), який випустив свої акції (до речі, серед акціонерів банку був Людвіг фон Бетхо-

²⁷⁵ The schinderling inflation in Austria. — <http://www.austrianeconomics.wikia.com>

²⁷⁶ На Лондонській біржі у 1821 р. котирувався один вид таких австрійських державних облігацій із прибутковістю 6,6 % (номінальна становила 5,0 %). У 1883 р. на цій біржі котирувалося вже три види австрійських облігацій із прибутковістю 5 % і 4 %, номінованих у золотій валюті (Flandreau M. Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century / M. Flandreau, N. Sussmann. — 2002. — Р. 7, 14–15. — <http://www.iadb.org>).

²⁷⁷ Коллас К. Государственное банкротство и его течение / К. Коллас. — Пг., 1918. — С. 47.

вен). Разом із міністерством фінансів банк активно скуповував золото й срібло, щоб карбувати нові монети замість вилучених паперових грошей²⁷⁸. Нормалізація грошового обігу дала можливість не тільки повернути борг Англії за облігаційними позиками 1805 і 1809 рр., але й частково погасити облігації військової позики (зокрема, тільки в Галичині власникам облігацій було виплачено більш 1 млн флоринів).

Віденська біржа

Основним центром операцій із цінними паперами стала Віденська біржа, заснована у 1771 р. Ця біржа багато в чому копіювала Паризьку, а її регламент 1771 року створили під впливом регламенту Паризької біржі 1724 року. Але, на відміну від бірж в Амстердамі й Лондоні, система біржового самоврядування була у Відні не розвинена, а діяльність біржі контролював урядовий особливий чиновник. По суті Віденська біржа створювалася як державна установа з метою поповнення бюджету. Тому маклерів біржі, які щодня встановлювали курси цінних паперів, можна було вважати державними службовцями, що отримали право на здійснення операцій.

Крім маклерів, на біржі мали право проводити операції учасники австрійських купецьких об'єднань, а всі інші допускалися на біржу тільки лише два дні на тиждень. Це одразу призвело до виникнення позабіржового ринку, маклери якого, так само як у всіх інших біржових центрах, збиралися в розташованих неподалік кав'ярнях.

Перший час на біржі проводили операції переважно з банкоцетлями, векселями, облігаціями та іноземною валютою. Операції з акціями почалися у 1818 р., але їх обсяг був невеликим. Загалом до середини XIX ст. у порівнянні з Лондонською, Паризькою або Берлінською біржами Віденська біржа була не дуже активною.

²⁷⁸ На початку 1840-х років поширилася практика вивезення з Російської імперії срібних монет через Галичину в Австрію.

Створення транспортної інфраструктури та криза 1847 р.

Початок нового підйому в британській економіці

Період загального економічного спаду (що включав у себе проміжну кризу 1841–1842 рр.) завершився у 1844 р. Розпочався новий підйом, що тривав до кризи 1847 р. В Англії в ці роки усе ще лідирувала текстильна промисловість, а важка промисловість мала другорядне значення. Проблема збуту продукції текстильної промисловості, а відповідно й проблема надвиробництва, не втратила своєї гостроти після кризи 1837 р. Внутрішній британський ринок був обмеженим, а збут англійських товарів на зовнішніх ринках гальмувало зростання конкуренції з боку США та країн Європи, насамперед Франції та Німеччини. Способи знизити ціни на британську продукцію вже випробували в 1830-ті роки, і можливості цих способів вичерпалися. Адже знижувати ціни на товари завдяки низькій оплаті праці можна тільки до певної межі. У боротьбі за ринки збуту продукції нарешті знайшли нове рішення — принцип вільної торгівлі, що припускав скасування митних тарифів.

Фрітредерські (від англ. free trade — вільна торгівля) ідеї набували в 1840-ті роки дедалі більшу популярність у Великій Британії, щоб пережити свій справжній розквіт у наступні десятиліття, у 1850-ті та 1860-ті роки. «Вивезення промислових товарів в зростаючих кількостях справді стало для цієї країни питанням життя й смерті. Здавалося, існувало тільки дві перешкоди: протекціоністське законодавство інших країн і ввізні мита на сировину й продукти харчування в Англії». Саме тоді стало популярним «вчення про свободу торгівлі класичної політичної економії — французьких фізіократів та їхніх англійських спадкоємців — Адама Сміта й Рікардо»²⁷⁹.

²⁷⁹ Энгельс Ф. Протекционизм и свобода торговли / Ф. Энгельс // Маркс К. Энгельс Ф. Собрание сочинений. — Т. 21. — <https://www.marxists.org>

Частиною боротьби за нові ринки збуту британських товарів стало посилення колоніальної експансії, зокрема перша «опіумна війна» у Китаї (1839–1842), яка відкрила п'ять китайських портів для безмитного ввезення англійських товарів. Мирний договір із Китаєм надав доступ британським товарам на величезний китайський ринок, однак можливості освоєння якого були, як завжди, сильно перебільшені²⁸⁰.

Основним інструментом колоніальної торгівлі став кредит. У 1840-ті роки кредити найчастіше видавали у формі авансів під заставу товарів, що відправляються в колонії або інші віддалені країни (такі як Китай). Щоб на вітрильному кораблі доправити товари в Індію або Китай, огинаючи весь африканський континент (Суецького каналу ще не було), потрібно було багато часу. Тому в кредитах під заставу товарів виникав ланцюжок з декількох посередників, при цьому звичайною справою стали витончені зловживання та фінансове шахрайство²⁸¹.

²⁸⁰ У 1843–1845 рр. британська текстильна промисловість надзвичайно активізувалася у зв'язку з чутками про перспективи продажів на китайському ринку. Подібно до того, як у 1820-ті роки британські капітали експортувалися до Південної Америки, у 1830-ті — до США, на початку 1840-х вони були спрямовані до Китаю. Однак у 1845 і 1846 рр. виявилось, що оскільки китайська торгівля була тоді значною мірою заснована на обміні, можливості продажу в цій країні англійських товарів обмежувалися не стільки попитом на них у Китаї, скільки попитом в Англії на чай і шовк, які експортувалися з Китаю, але були обкладені високим митом на ввезення в Англію (200–350% на чай). На початку 1844 року, у розпал «китайського буму», золоті запаси Банку Англії досягли незвичайно високого рівня — 16 млн фунтів золотом. Щоб використовувати накопичені капітали, банк низив дисконтну ставку до 1,75%, і це призвело до швидкої активізації всіх видів торгівлі й спекуляції. «Джон Булль може багато чого винести, але тільки не 2% ставку» — стверджувала відома в ті роки приказка. Улітку 1846 р., коли Банк Англії мав у наявності 16 млн фунтів, його резервний фонд становив 9 млн фунтів. Ці ресурси на 5–6 млн перевищували потреби торговельного обороту. Кількість паперових грошей, які перебували в обігу, перевищувала 21 млн фунтів, а обсяги виданих кредитів стали тривожно високими. У такій ситуації, з урахуванням зростання спекулятивного ажіотажу на ринку залізничних цінних паперів, важко пояснити політику банку і підтримування надзвичайно низької ставки — з 1845 р. до початку 1847 р. вона становила лише 2,4%.

²⁸¹ Часто під заставу одного й того самого товару декілька разів одержували аванс, хоча цей товар міг бути не тільки не навантажений на кораблі, але навіть взагалі не вироблений. Надлишок вільних капіталів і низька вартість кредиту створили в той час сприятливі умови для такого поширеного виду шахрайства, коли векселі виписували не тому, що купували певний товар, а той чи інший товар купували тільки для того, щоб виписати вексель, врахувати його в банку та одержати готівку. Найбільше все це нагадувало пізнішу практику випуску акцій тільки для того, щоб отримати під їхню заставу кредит у банку.

Однак не зовнішня торгівля стала головною рушійною силою підйому середини 1840-х років, а залізничні проекти. Залізничний бум уже починався у 1830-ті роки, але криза 1837 р. змусила зробити в ньому перерву. У 1825–1840 рр. у Великій Британії було побудовано менше 1300 км залізниць, а в 1841–1848 рр. — 6900 км.

Залізничний бум в Англії

Потребу в створенні транспортної інфраструктури породили індустріалізація та зростання міст у середині XIX ст. А промислова революція надала технологічну можливість створення такої інфраструктури на основі використання парового двигуна та будівництва залізниць.

Двигун для паровоза розробили ще у 1820 р., а через деякий час почали пропонувати перші залізничні проекти, зокрема дороги Great Western, призначеної для того, щоб зв'язати Лондон із західними частинами Англії. Спершу ці проекти зустріли сильний опір — великі землевласники не хотіли, щоб залізниці порушували спокій і тишу їхніх маєтків, а власники каналів бачили в них основних конкурентів. Однак економічна вигода та можливість одержання прибутку від залізничних проєктів перемогли консервативні настрої, і вже у 1825 р. з'явилася перша залізниця Stockton & Darlington. Розпочався акціонерний бум 1820-х років, коли засновували численні акціонерні компанії, і тому залізничні проекти зустріли з ентузіазмом.

Незабаром парламент ухвалив шість нових указів, які дозволяли будівництво нових ліній залізниць. Однак акціонерний бум незабаром закінчився і розпочалася криза, що завершила ажіотаж навколо латиноамериканських цінних паперів. На декілька років в Англії настав загальний спад. За таких умов залізничні проекти довелося відкласти на деякий час. Однак уже в 1831 р. відкрили ще одна нову залізницю — Liverpool & Manchester Railway.

Залізниці та численні судноплавні канали, побудовані на початку XIX ст., помітно прискорили переміщення товарів і сприяли розвитку товарних ринків, зосереджених у містах. Їхнє швидке зростання було тоді пов'язане зі створенням

промислових підприємств. Усе це збільшувало доходи населення й прискорювало формування середнього класу, який почав інвестувати свої заощадження через ринки цінних паперів.

До 1840-х років переважна більшість цінних паперів, що перебували в обігу, були державними облігаціями, а їхній випуск був пов'язаний не з фінансуванням промислового розвитку, а переважно з покриттям дефіциту бюджету та військових витрат²⁸². Але з початком створення транспортної інфраструктури дедалі більшого значення став набувати ринок акцій. Залізничні проекти вимагали великих капіталів, і саме вони у всіх країнах прискорювали поширення акціонерних компаній, які забезпечували концентрацію фінансових ресурсів, потрібних для реалізації цих проєктів. «Світ дотепер міг би залишатися без залізниць, якби доводилося чекати, поки нагромадження не доведе деякі окремі капітали до таких розмірів, щоб вони могли впоратися з будівництвом залізниць». І тільки акумуляція капіталів «за допомогою акціонерних товариств здійснила це за одну мить»²⁸³.

Фінансування створення транспортної інфраструктури відбувалося або за допомогою облігацій, або через створення акціонерних товариств²⁸⁴. Спершу широко використовували боргове облігаційне фінансування, і в Англії з 1815 по 1860 р. приблизно 75 % капіталів, вкладених у будівництво каналів і доріг, отримали завдяки розміщенню облігацій. Оскільки вважалося, що транспортна інфраструктура має суспільне значення, а будівництво залізниць і каналів підтримувала держава, то в сприйнятті інвесторів такі облігації за надійністю наближалися до державних. Потім у залізничних проєктах

²⁸² У 1833–1837 рр. у Лондоні було проведено одинадцять нових емісій державних облігацій на загальну суму 23 млн фунтів (Goldsmith R. W. *Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688–1978* / R. W. Goldsmith. — Chicago: University Of Chicago Press, 1985. — P. 216, 232, 297, Appendix A; Wilkins M. *The History of Foreign Investment in the United States to 1914* (Harvard Studies in Business History) / M. Wilkins. — Harvard: Harvard University Press, 1989. — P. 35, 54, 68).

²⁸³ Маркс К. Капитал. Т. 1. Гл. 23. // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 6. — <http://www.esperanto.mv.ru>

²⁸⁴ Докладніше про фінансування залізниць в Англії див.: Anderson B. L. *Another Victorian Capital Market: A Study of Banking and Bank Investors on Merseyside* / B. L. Anderson, P. L. Cottrell // *The Economic History Review*, New Series, — Vol. 28, № 4. (Nov., 1975). — P. 598–615.

дедалі частіше почали використовувати акціонерне фінансування²⁸⁵.

Роль ринку залізничних акцій спершу була не дуже значною. Втім, незабаром частка акціонерного капіталу почала швидко збільшуватися за рахунок привілейованих акцій, що випускалися залізничними компаніями. А виданий у 1844 р. Акт про акціонерні компанії (Joint Stock Companies) став додатковим поштовхом²⁸⁶. Попит на акції стимулювався особливою політикою ціноутворення. Відкрита у 1831 р. залізниця Liverpool & Manchester оголосила про виплату 10 % дивідендів, після чого ціна акцій зросла удвічі. Це була свідомо політика гри на підвищення, і сума дивідендів не залежала від прибутку, а сплачувалася з основного капіталу. У той час було багато розмов, що залізничні компанії готові виплачувати навіть 50 % дивідендів, щоб стимулювати зростання ціни акцій. Але цьому заважало законодавче обмеження на розмір дивідендів — 10 % за пів року. До того ж заборонялося сплачувати дивіденди з основного капіталу, а не з прибутку.

У ті роки звичайною справою стало заснування дутих залізничних компаній, які створювалися з єдиною метою випуску акцій та їхнього продажу. Під час отримання в парламенті дозволу на заснування залізничної компанії часто подавали списки акціонерів з підставними особами. А до складу акціонерів включали за чималу винагороду впливових персон, чия присутність у компанії прискорювала одержання дозволу.

До березня 1836 р. у парламент було подано 57 проектів залізниць, і для реалізації цих проектів потрібно було 28 млн фунтів. У парламенті відверто говорили про те, що «країна охоплена манією залізничних спекуляцій», а між компаніями існує «безвідповідальне суперництво», особливо поблизу Лондону,

²⁸⁵ Практика залучення акціонерного капіталу для будівництва звичайних доріг поширилася в Англії з кінця XVIII ст., і коли у 1830-ті роки британські акціонерні товариства почали будівництво залізниць і випустили акції, на них одразу виник попит, який швидко зростав. У 1825 р. залізничних акцій продали на 0,2 млн фунтів; у 1835 р. — на 7,5 млн фунтів; у 1840 р. — на 48,1 млн; у 1845 р. — на 88,5 млн (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 74).

²⁸⁶ У 1849 р. привілейовані акції становили 66 % загальної вартості акцій англійських залізничних компаній. Ці акції торгувалися переважно на провінційних біржах (у Ланкастері тощо), у той час як на Лондонській біржі вони були мало поширені — ця найбільша біржа спеціалізувалася на державних облігаціях.

де пропонувалося проведення різними компаніями не менше трьох дублюючих одна одну залізниць у Брайтон. Авторів таких конкурентних проєктів не хвилювала «неминуча невдача, яка очікує на одну або дві із цих доріг в разі початку практичної експлуатації та конкуренції», яка неодмінно розпочнеться, якщо такі плани будуть реалізовані. «Ця божевільна манія, безсумнівно, розорить багатьох, хоча початкові автори проєктів вислизнуть». Усім були «добре відомі махінації, за допомогою яких курс залізничних акцій піднімається вище номіналу», як відомо, було й те, що автори ризикованих і сумнівних проєктів «ніколи не тримають у своїх руках акцій» надто довго, а «продають їх простакам за першої нагоди, щоб одержати чималий прибуток»²⁸⁷.

Хай там як, підвищені дивіденди Liverpool & Manchester Railway стали тим поштовхом, який спричинив нову хвилю акціонерного буму, що тривав до 1837 р. Умови для виникнення залізничного ажіотажу були дуже сприятливі — Англія почала виходити з депресії після кризи 1825 р., тому попит інвесторів був на будь-які британські акції. Найбільш модними й популярними були, звісно, акції залізниць. Але ця перша хвиля залізничного буму тривала недовго, і після кризи 1837 р. на ринку почався черговий спад. Курси залізничних акцій понизилися, й більшість із них котирувалася менше номіналу. Довжина залізничної мережі досягла 2000 миль, і скептики стверджували, що на цьому її зростання закінчиться.

Однак у 1842 р. почалася нова хвиля залізничного буму, що перевершувала за своїм масштабом все, що було раніше. Спекулятивні пузири часто починаються з того, що якісь технологічні інновації обіцяють нечуваний економічний підйом. Так було у Великій Британії 1840-х років, коли інвестори стали гарячково скуповувати акції залізничних компаній, сподіваючись на надприбутки. Настрої в суспільстві під час залізничного буму добре відобразив Чарльз Діккенс. «Ми вкладаємо свої заощадження в будівництво залізниць... це воістину грандіозні споруди», але «доводиться викидати сотні тисяч фунтів... на хабарі, перш ніж вдається прокласти один-єдиний дюйм залізничного полотна»²⁸⁸.

²⁸⁷ Parliamentary Debates. — Vol. XXXI (12. 02. 1836). — P. 356–358.

²⁸⁸ Діккенс Ч. Почему? (1856) / Ч. Діккенс // Собрание сочинений в 30 т. Том 28. Статьи и речи. — М.: Гос. изд-во художественной литературы, 1960. — <http://www.lib.misto.kiev.ua>

Після того як королева Вікторія здійснила подорож залізницею і заявила, що вона «була приємною», тема залізниць заповнює сторінки британських газет. На початку 1840 р. стали видаватися три журнали, присвячені цій тематиці, зокрема найвідоміший *Railway Times*. У 1845 р., коли залізничний бум досяг свого максимуму, в Англії видавали крім журналів 18 газет, присвячених залізницям, серед них *Railway Express*, *Railway Globe*, *Railway Standard* та інші. Відомий британський журнал *Economist* з 1845 р. почав публікувати постійну рубрику, присвячену залізничним компаніям.

Загальними для риторики залізничної преси були пафосні міркування про те, що потяги безповоротно змінять темп життя, а внаслідок цього — увесь світ, який стане доступнішим. Із цим ніхто не сперечається, однак головна мета видання всієї цієї преси була в рекламі залізничних акцій, і більша частина газет виходила взагалі тільки для цього за гроші зацікавлених компаній.

У 1843 р. підйом охопив практично всі галузі британської промисловості²⁸⁹. В основі цього підйому було саме будівництво залізниць. Тільки лише за чотири роки, з 1844 по 1847 р. у нього інвестували 100 млн фунтів, у той час як, скажімо, обсяг експорту в Китай за ці роки не перевищував 10 млн фунтів²⁹⁰.

Про розміри спекулятивного пузиря, пов'язаного з акціями залізничних компаній, свідчить той факт, що у розпал ажіотажу в жовтні 1845 р. загальна вартість проєктів будівництва нових залізниць становила більш 560 млн фунтів, у той час як увесь ВВП Англії не перевищував 550 млн фунтів²⁹¹. Спекуляції з акціями залізничних компаній відволікали значні за обсягом фінансові ресурси від їхнього інвестування в інші сектори промисловості.

Під час залізничного буму у Великій Британії можливість швидко розбагатіти на спекулятивних операціях із залізничними цінними паперами приваблювала багатьох, не тільки

²⁸⁹ Порівняно з передкризовими показниками 1837 р., на початку 1847 р. видобуток вугілля зріс на 47 %, виплавка чавуну — на 67 %, суднобудування — на 23 %, експорт — на 13 % у поточних цінах і на 59 % — у незмінних цінах.

²⁹⁰ Porter G. R. *The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century* / G. R. Porter. — London: John Murray 1851. — P. 359–360.

²⁹¹ Smith M. *A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2004. — P. 77.

професійних біржовиків, а й більш пасивних індивідуальних інвесторів. З 1825 по 1875 р. у залізничні проекти інвестували загалом 630 млн фунтів, що набагато перевищувало обсяг капіталів, які вкладали в цей час в інші галузі британської промисловості²⁹².

Прибутковість капіталу, інвестованого в залізничні проекти, досягала 8–9 %, у той час як прибутковість державних облігацій продовжувала знижуватися (у 1844 р. успішно провели конверсію великої облігаційної позики, прибутковість якої знизилася після цього до 3,25 %). Хоча в надійних облігацій зі зниженою прибутковістю теж вистачало покупців, привабливість залізничних паперів була очевидною, оскільки середні доходи з милі працюючої дороги вирости з 2234 фунтів у 1843 р. до 2690 фунтів у 1845 р. Незабаром залізничний бум почав поширюватися за межі Британії, про що свідчать дані про зростання попиту на британський метал — з 1836 по 1847 р. виплавка чавуну збільшилася на 67 %, а експорт заліза в інші країни — на 226 %²⁹³.

Під час буму 1840-х років у Великій Британії не було якогось загального плану створення залізничної мережі, тому кожна з конкуруючих компаній будувала лінії на свій розсуд. Це призводило до того, що в одному напрямі могло йти дві лінії, які належали різним конкуруючим компаніям, однак тоді це нікого не дивувало. У розпал буму 1845–1846 років, коли ціни акцій залізничних компаній швидко зростали, компанії почали прокладати тисячі миль шляхів, багато з яких виявилися нікому не потрібними. Втім, хоча більшість залізничних компаній, що з'явилися в 1840-х роках, згодом збанкрутували, вони зали-

²⁹² Hall D. Fred Dibnah's Victorian Heroes / D. Hall. — L.: Corgi Books, 2012. — P. 163.

²⁹³ Переважно завдяки британському експорту світова мережа залізниць швидко зростала — з 1836 по 1848 р. в Англії вона збільшилася з 251 км до 8203 км, у США — з 2302 км до 10917 км, у Німеччині — з 6 км до 4989 км, у Франції — з 141 км до 2207 км, в Австрії — з 255 км до 1674 км, у Бельгії — з 44 до 680 км, у Російській імперії — з 0 до 381 км (Sturmer G. Geschichte der Eisenbahnen: Entwicklung und jetzige Gestaltung sämtlicher Eisenbahnnetze der Erde / G. Sturmer. — Bromberg: H. Heyfelder, 1872. — S. 58–59, 90, 137–138, 211). Особливо швидко розвивалася залізнична мережа в Німеччині, хоча там власна металургійна промисловість поки ще не могла забезпечити потреби залізничного будівництва. Імпорт металу (в основному з Англії) у 1839–1847 рр. зріс у дев'ять разів і досяг 42 % внутрішнього виробництва (Dieterici K. Handbuch der Statistik des preussischen Staates / K. Dieterici. — Berlin: Mittner und Gohn. 1861. — S. 450).

шили після себе нову транспортну інфраструктуру, яка стала основою для економічного зростання країни протягом усього XIX століття.

Той, хто вирішив побудувати залізницю, насамперед мав заснувати акціонерну компанію, що було неважко, і найняти інженера для розроблення проєкту. Потім потрібно було одержати від парламенту дозвіл, у якому зазначався розмір капіталу акціонерної компанії та уточнювалося, яка частина капіталу збирається за рахунок розміщення облігацій, а яка — акцій. Під час розміщення акцій вони продавалися в кредит і достатньо було сплатити 10% їх вартості. Не повністю сплачені акції перебували у вільному обігу, і досить часто залізничні компанії випускали їх ще до отримання дозволу на будівництво.

У той час не існувало державного регулювання залізничного будівництва (крім одержання парламентського дозволу, який був, по суті, формальністю). Вважалося, що залізнична мережа буде розвиватися спонтанно, надаючи транспортні послуги користувачам та приносячи дохід засновникам товариств та інвесторам²⁹⁴.

У 1844 р. умови для розширення залізничного буму були дуже сприятливі. Високі врожаї спричинили падіння цін на зерно, а разом із цим на багато інших товарів та послуг. Знизилися ціни також і на залізничне будівництво, при цьому загальний інтерес до залізниць був максимально високим. Будівельні компанії мали багато замовлень, і вони платили своїм акціонерам максимальні дивіденди, до 10% за півріччя (20% за рік). Кількість нових проєктів стрімко збільшувалася — до кінця

²⁹⁴ З 1827 по 1835 р. видавалося в середньому по п'ять спеціальних актів парламенту на право будівництво залізниць, у 1836 р. — 29, у 1845 р. — 120, у 1846 р. — 272; у 1847 р. — 170 актів. Загальна вартість капіталу, інвестованого в залізничні проєкти, зросла до 40 млн фунтів. У 1844 р., коли кількість заявок на одержання парламентського дозволу досягла 66, постало питання про потребу державного регулювання цього стихійного процесу та видання спеціального закону про залізницю. Але завдяки зусиллям впливових залізничних магнатів цей закон ухвалили в такій формі, яка не обмежувала підприємців. Впливати на парламент було просто — адже багато хто з його членів став власником великих пакетів акцій і входив до рад директорів залізничних компаній. Тому всі спроби прихильників посилення регулювання закінчилися лише тим, що депозит, внесений компанією перед початком будівництва, був підвищений з 5% вартості будівництва до 10%, що мало стати підтвердженням серйозності намірів. Крім того, за законом про залізницю 1844 р. держава одержала право викупити будь-яку дорогу, яка проіснувала 21 рік або більше. На практиці ці нововведення не стали перешкодою для наростання залізничного буму.

1844 р. у парламент подали 220 проєктів, хоча не всі з них схвалили — видали лише 66 дозволів.

Газети заповнила реклама залізничних компаній. Усі вони пропонували максимальні дивіденди, а конкуренція між проєктами зводилася до того, у якому з них брало участь (як співзасновників) більше «шановних людей». Про технічні або економічні переваги різних залізничних ліній взагалі не йшлося, тому що кінцевою метою всіх проєктів було лише розміщення акцій та одержання прибутку.

У провінції бум навколо акцій залізниць загалом був більшим, ніж у Лондоні. У Бірмінгемі, Брістолі, Глазго, Единбурзі відкрилися нові біржі, у Лідсі було три місцеві біржі, і всі вони займалися залізничними акціями. Особливо посилилася спекуляція цими паперами, коли банки почали видавати кредити під заставу залізничних акцій (до 80 % ринкової вартості пакета акцій).

У цей час акціонерна компанія, акції якої мали попит, зазвичай розміщала лише невелику частину емісії, інші акції залишаючи «для своїх людей». Після того як завдяки грі на підвищення курс акцій помітно збільшувався, пускали в обіг акції «для своїх», для яких вартість пакета (придбаного за номіналом) без якихось дій з їхнього боку зростала удвічі, а іноді ще більше.

У середині 1845 р., коли бум став максимальним, ціни деяких акцій (усі вони були продані в кредит і не повністю сплачені) зросли на 500 %. У цей час дивіденди за акціями залізничних компаній (які сплачували двічі на рік) були найбільшими²⁹⁵. Сьогодні вже очевидно, що такі високі котирування не повністю оплачених паперів, під які банки видавали кредити готівкою, були вірною ознакою наближення краху. Однак у той час це, мабуть, розуміли не всі.

²⁹⁵ З урахуванням існуючих обмежень на розмір дивідендів не більше 10 % за пів року (дивіденди видавалися двічі на рік), York & Newcastle видала дивіденди: у 1845 р. — 20 % (10%+10%), у 1846 р. — 20 % (10+10%), у 1847 р. — 20 % (10+10%), у 1848 р. — 14 % (8+6 %); London & North Western у 1845 р. — 0, у 1946 р. — 20 % (10+10 %), у 1847 р. — 17 % (9+8 %), у 1848 р. — 14 % (7+7 %); London & South Western — відповідно 17 % (8+9 %), 18 % (9+9 %), 18 % (9+9 %), 8 % (8+0 %); Great Western — 16 % (8+8 %), 16 % (8+8 %), 15 % (8+7 %), 13 % (7+6 %); Midland — 13 % (6+7 %), 14,38 % (7,38+7 %), 14 % (7+7 %), 13 % (7+6 %); Southern Eastern — 10,25 % (5+5,25 %), 11,5 % (5,25+6,25 %), 12,5 % (6,25+6,25 %), 11 % (6,25+4,75 %) (Lewin H. *Railway Mania and its Aftermath: 1845–1852 (being a sequel to Early British railways)* / H. Lewin. — New York: A. M. Kelley, 1968. — Р. 365).

Під час акціонерного залізничного буму досить часто були випадки, коли у новостворених товариствах найняті бухгалтери визначали завищений прибуток і дивіденди з метою збільшити в такий спосіб біржовий курс акцій, але потім це найчастіше закінчувалося банкрутствами. На нереалістичне завищення ціни залізничних акцій впливало також те, що інвесторами не враховувалися такі чинники, як швидке зношування транспорту й амортизаційні витрати. Тому потім виявлялося, що залізниця приносить не настільки великі доходи, як очікувалося.

Наближення кризи у Великій Британії

У 1845 р. експорт британських товарів досяг максимуму, і у наступні роки він тільки знижувався. Хоча експортери покладали великі надії на ринки Китаю й Ост-Індії, у цей час ці ринки виявилися переповненими. Пропозиція британських товарів стала явно перевищувати попит на них, і експортери були змушені скорочувати операції. Першою відчула скорочення експорту текстильна промисловість. Саме вона значною мірою забезпечувала підйом 1843–1845 років за рахунок нижчих цін на бавовну, але у 1846 р. через поганий урожай бавовни в США ціна на неї стала зростати. «Ціна бавовни... була знову підвищена спекулянтами» — повідомляла лондонська «Таймс» у грудні 1846 р. — і «це остаточно призупинило справи»²⁹⁶. Однак було б невірним вважати, що причиною напруження на товарних, а потім і на фінансових ринках були погані врожаї зерна й бавовни. Справжня причина початку чергового циклічного спаду була в надвиробництві товарів і капіталів, у переповненні ринку та у роздуванні спекулятивного пузиря навколо залізничних проєктів.

Наприкінці 1845 р. перші ознаки занепокоєння стали помітними в середовищі залізничних підприємців через рішення уряду, згідно з яким акціонерні компанії, які заснували з метою будівництва залізниць, для підтвердження серйозності

²⁹⁶ Times. — 1846. — 16 Dec. «Багато обставин впливають на торгівлю, посилюючи депресію. Високі ціни на продукти харчування в Англії та на європейському континенті суттєво обмежують здатність купувати не найпотрібніші товари. Зниження споживчого попиту у всіх країнах Європи призведе до збільшення експорту за кордон, загострення конкуренції та зниженню цін нижче рентабельного рівня» (Times. — 1947. — 5 Jan).

своїх намірів мають депонувати в казначействі частину капіталу, запланованого для будівництва дороги. Це нововведення збіглося з підвищенням облікової ставки, посиленням відтоку золота за кордон і зростанням загальної напруженості на фінансовому ринку, спричиненої надмірно роздутими кредитами для фінансування зовнішньої торгівлі. У середині 1845 р. у пресі почали з'являтися тривожні статті, хоча до того всі публікації були оптимістичними, розхвалюючи перспективи нестримного зростання залізничної мережі, яка скоро повинна була охопити собою увесь світ.

Дані щодо кількості зареєстрованих до кінця цього року залізничних компаній суперечливі (у різних джерелах називають цифри від 1112 до 1428). Так само суперечлива інформація про заплановані інвестиції — від 350 до 700 млн фунтів, з яких реально було зібрати капітал у 48 млн фунтів²⁹⁷. Якщо вважати, що в середньому для реалізації цих проєктів було потрібно близько 500 млн фунтів (крім того, зобов'язання за початими проєктами становили 600 млн фунтів), то ці цифри порівнянні з вартістю всього британського валового національного продукту в 1845 р. (близько 550 млн фунтів). Очевидно, що плани інвестування в залізничне будівництво сотень мільйонів фунтів були нереалістичні.

У жовтні 1845 р. почалася біржова криза, що спричинила численні банкрутства серед біржових спекулянтів і зниження курсів усіх акцій на 30–40%. Ця криза призвела до ліквідації багатьох акціонерних товариств, а ті, що залишилися, поєднувалися через злиття й поглинання для виживання. «Через паніку, яку ми щойно пережили, припинило існування багато залізничних проєктів. Про сотні з них ми ніколи більше нічого не почуємо». Хоча паніку 1845 року навряд чи можна було назвати кризою — «у нас поки ще немає залізничної кризи, а є залізнична манія»²⁹⁸.

Зниження курсів усіх акцій розпочалося в жовтні 1845 р., а коли Банк Англії підняв процентну ставку з 2,5 до 3%, настрій ринку повністю змінився й став депресивним. Оскільки

²⁹⁷ Smith A. The Bubble of the Age: Or The Fallacies of Railway Investment, Railway Accounts, and Railway Dividends / A. Smith. — L.: Sherwood, Gilbert and Piper, 1848 — P. 20; Lewin H. Railway Mania and its Aftermath: 1845–1852 (being a sequel to Early British railways) / H. Lewin. — New York: A. M. Kelley, 1968. — P. 116.

²⁹⁸ Railway Speculations // Times. — 1845–27 Oct.

більшість акцій були не повністю сплаченими, їхні емітенти в наступному 1846 р. продовжували збирати борги з інвесторів (загалом ці борги становили 40 млн фунтів). Щоб розплатитися з боргами за акції, інвесторам доводилося обмежувати свої витрати, а це вело до падіння попиту на товари й послуги, збільшуючи й без того не дуже добрий стан економіки.

Втім, після нетривалої біржової кризи осені 1845 р. залізничний бум не зменшився і досяг свого піка у 1846 р. Хоча вимога депонувати частину капіталу в казначействі призвела до банкрутства багато дрібних компаній, для великих вона не становила проблеми. Кількість проєктів, за якими видали дозвіл парламенту, в 1846 р. була майже удвічі більше, ніж у 1845 р.²⁹⁹

Криза була невідворотна, тому що в залізничному будівництві темпи зростання мережі доріг набагато перевищували темпи збільшення їхньої прибутковості. Стали виявлятися наслідки того, що переважну частину залізничних проєктів почали не стільки для одержання доходу від експлуатації доріг, скільки для біржової гри з акціями³⁰⁰.

На початку 1846 р. британський парламент спробував запобігти наближенню загальної економічної кризи і скасував мита на зерно. У відповідь на це в США знизили мита на британський імпорт. Потік британських товарів у США після цього швидко зріс — у 1847 р. він був на 60 % більше, ніж у 1846 р. Для американської промисловості це мало несприятливі наслідки, але в Англії наближення кризи вдалося відкласти.

Повторний неврожай зерна у 1846 р. суттєво погіршив стан справ. Починаючи з кінця 1846 р. Великій Британії довелося імпортувати велику кількість продуктів харчування (загалом на 30 млн фунтів). Це не тільки поглинуло більшу частину прибутку від експорту, а й посилило вивезення золота за кордон. Золотий запас Банку Англії з 13,6 млн фунтів

²⁹⁹ Хоча у 1846 р. парламент усе ще продовжував видавати дозволи на будівництво залізниць (загалом їх видали 270), в наступні роки залізничне будівництво почало скорочуватися. У 1846 р. було дозволене будівництво 5000 миль залізниць, у 1847 р. — 1415 миль, у 1848 р. — 373 милі, у 1849 р. — 16 миль, у 1850 р. — лише 7 миль.

³⁰⁰ Прибутковість доріг почала знижуватися ще до кризи — дохід від 1 милі закінченої дороги становив у 1843 р. 2234 фунти, у 1845 р. — 2690 фунтів, у 1846 р. — 2412 фунти, у 1847 р. — 2195 фунтів, у 1848 р. — 1936 фунтів.

у вересні 1846 р. знизився до 9,2 млн до кінця квітня 1847 р. Банк декілька разів підвищував дисконтну ставку (з 2,4 % у 1845 р. до 3 %, а потім і 4 %), і у квітні 1847 р. вона досягла 5 %. Врахування векселів тимчасово припинили, і почалося скорочення кредиту. Тільки за 2 тижні, з 10 по 24 квітня 1847 р., кредити Банку Англії зменшилися на 15 % (на 4,5 млн фунтів). Це одразу підвищило вартість приватного кредиту до 8 %, а іноді 12–13 % річних. Під впливом усіх цих подій наприкінці квітня — початку травня 1847 р. почалася паніка, за масштабом порівнянна із кризою 1825 р. Втім, вона була нетривалою і до середини травня заспокоїлася³⁰¹. Промислове виробництво й залізничне будівництво поки ще не були безпосередньо порушені кризою.

Англійська криза 1847 року

Нова хвиля фінансової кризи почалася в серпні 1847 р. після банкрутства багатьох компаній, які спекулювали зерном. Добрий урожай у 1847 р. призвів до значного зниження цін на зерно, що підірвало багато спекулятивних схем. Банкрутства серед зернових компаній спричинили серйозні утруднення в банках, які їх кредитували. Основна хвиля «зернових банкрутств», під час якої припинили діяльність 13 великих фірм — учасників зернового ринку, закінчилася до середини вересня, однак загальна фінансова криза продовжувалася. Банкрутств ставало дедалі більше й більше, вони охопили торговельні й промислові компанії³⁰². Почалося панічне зняття внесків і масовий обмін банкнот на золото. Відтік золота з Банку Англії знову посилювався, 25 жовтня 1847 р. дисконтну ставку підвищили до 8 %, а вартість приватного

³⁰¹ Tooke T. A History of Prices and of the State of the Circulation from 1792 to 1856 // T. Tooke, T. Gregory, W. Newmarch. — 6 vols. Vol. IV. — L.: P. S. King and Son, 1928. — P. 303, 306, 445.

³⁰² Про масштаби збитків свідчить те, що 20 найбільших компаній-банкрутів мали борги 10 млн фунтів. Потім прийшла черга банків — за кілька днів банкрутами стали Royal Bank of Liverpool, Liverpool Banking Co, North and South Whales Bank, Newcastle Union Joint Stock Bank та інші. Розпал кризи був 23–25 жовтня, коли призупинилися всі комерційні операції (Evans D. M. Commercial Crisis, 1847–48 / D. Morier Evans. — London: Letts, Son & Steer, 1848. — P. 75).

кредиту досягла 15 %³⁰³. Довелося відмовитися від видачі кредитів під заставу будь-яких цінних паперів. Після цього інвестори в паніці почали позбуватися державних облігацій, що погіршило загальний стан справ. Причина всього цього була очевидна для сучасників — залізничні проекти відтягнули на себе майже 150 млн фунтів, висмоктавши гроші з усіх інших секторів економіки, і після початку кризи на ринку залізничних акцій та облігацій під погрозою опинилася вся фінансова система. Настав повний колапс ринку цінних паперів, зокрема і державних облігацій, що призвело до подальшого підвищення процентної ставки до 10 %, а загальна кількість банкрутств збільшилася на 88 %. Внаслідок кризи відбулося значне падіння курсів усіх цінних паперів³⁰⁴.

Таким чином залізничний бум завершився грандіозним крахом — у будівельних проектах виникла пауза і почалися масові звільнення. У паніці всі очікували, що залізничне будівництво може повністю зупинитися як мінімум на декілька місяців. Втім, після божевільного ажіотажу й спекулятивного буму «період відпочинку, який настав би з повним припиненням будівництва, вітали б акціонери і публіка з подякою»³⁰⁵. Однак до цього часу в залізничні проекти були вже вкладені настільки великі капітали, що призупинення будівництва означало б повну їхню втрату³⁰⁶.

³⁰³ Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. — М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. — С. 124.

³⁰⁴ Курс акцій Банку Англії знизився з 205 фунтів на початку 1847 р. до 187 наприкінці 1847 р., курс 3 % консолей — з 91,5 до 85,5 фунтів. Ще більшим було падіння курсів залізничних акцій — з 1 січня 1846 р. по 1 січня 1850 р. акції компанії London and North Western знизилися в ціні від 215 фунтів до 109, Great Western — від 195 до 58, South Western — від 150 до 61, Midland — від 150 до 45, York and North Midland — від 210 до 34 фунтів.

³⁰⁵ Times. — 1847. — 30 Oct.

³⁰⁶ У більшості випадків проекти намагалися завершити, незважаючи на кризу. Кількість закінчених ліній продовжувала зростати — з 606 миль у 1846 р. до 803 миль у 1847 р., 1182 миль — у 1848 р. і лише потім стало знижуватися до 905 миль у 1849 р. і 626 миль у 1850 р. За цей час кількість проектів, затверджених парламентом, зменшилася з 270 у 1846 р. до 34 у 1849 р.; обсяг капіталів, вкладених у ці проекти, скоротився зі 132 млн фунтів до 4 млн фунтів. Кількість працівників, зайнятих у цих проектах, зменшилася більше ніж у п'ятеро, зі 188 тис. до 36 тис. осіб.

Історія залізничного короля Джорджа Хадсона

Додатковим поштовхом до зниження курсів акцій став скандал навколо викриття махінацій знаменитого «залізничного короля» Джорджа Хадсона (1800–1871). Хадсон, відомий англійський фінансист, мер міста Йорка й голова ради директорів York & North Midland Railway був однією з основних постатей залізничного буму в Англії, відігравши важливу роль у розвитку залізниць. Одержавши у 1827 році в спадщину 30 000 фунтів, Дж. Хадсон вклав гроші в акції залізничної лінії в Лідсі, після чого став її найбільшим акціонером. Потім, за чутками, один зі знайомих інженерів запропонував Хадсону ідею перетворити місто Йорк на центр залізничних ліній, що охоплюють усю північно-східну Англію, і в 1842 р. з'явилася компанія Хадсона York & North Midland Railway. Переконавшись у прибутковості залізничного бізнесу, Хадсон почав будувати нові лінії та скуповувати залізниці, що вже працювали. Завдяки придбання великих пакетів акцій інших доріг і серії вдалих поглинань, він став власником ліній, що вели до Лондону, Бірмінгему й Бристолу. До 1844 р. вплив Хадсона настільки зріс, що він контролював 30 % усіх британських доріг (близько 1000 миль) і його стали називати «залізничним королем».

Хадсон швидко зрозумів, що залізничний бум потрібно штучно підігрівати та підтримувати постійний інтерес інвесторів. Для цього він проводив грандіозні церемонії відкриття залізниць, на яких виголошував пафосні промови, в яких розхвалював велике майбутнє залізниць та їх вигідність для інвесторів. Незважаючи на таку показну сторону бізнесу Хадсона, у всьому, що стосувалося фінансових справ, він був досить потайний. Казали, що фальсифікація звітності в його компанії стала звичайною справою. Це робилося не тільки для того, щоб приховати розміри реального прибутку, а й той факт, що високі дивіденди виплачували не з прибутку, а з основного капіталу. З 1844 по 1847 р. компанія Хадсона платила однакові максимально можливі дивіденди — по 10 % за півріччя. Це вже саме по собі насторожувало, тому що прибуток компанії не міг бути однаковим. Надалі з'ясувалося, що з виданих до середини 1848 р. дивідендів з реального прибутку було виплачено лише 205 тис. при загальній сумі дивідендів 515 тис. фунтів, тобто менше половини.

У компанії Хадсона почали платити максимально можливі дивіденди ще до того, як закінчили будувати дорогу. Частина ак-

ціонерів розуміла, що дивіденди видавали з капіталу компанії, а не з прибутку, але це не перешкодило швидкому підвищенню ціни акцій. Ті інвестори, які вклали свої капітали в акції Хадсона ще у 1844 р., за рахунок 20 % дивідендів змогли досить швидко повернути свої вкладення. До кінця 1844 р. Хадсону вдалося зібрати за допомогою продажу акцій 2,5 млн фунтів, навіть не інформуючи інвесторів про те, на що будуть витрачені ці гроші.

У розпал залізничного буму Хадсона в 1845 р. навіть обрали членом парламенту. Але під час кризи 1848 року «король залізниць» збанкрутував, після чого його ім'я стало символізувати в Англії швидкий зліт під час акціонерного буму і так само швидке падіння. У пресі стало з'являтися дедалі більше статей, що викривали махінації Хадсона. Його звинувачували не тільки в тому, що він сплачував завищені дивіденди (з метою спекулятивного підвищення котирувань своїх акцій) не з прибутку, а з капіталу компанії, але і в тому, що він з метою особистого збагачення перепродавав за завищеними цінами власні акції іншій компанії, де він був членом ради директорів. У 1849 р. скандал навколо Хадсона став максимальним.

Комісія з розслідування його діяльності висунула «королю залізниць» обвинувачення у фальсифікації фінансової звітності, приховуванні доходів, використанні грошей акціонерів компанії не за призначенням (Хадсон придбав на них великий будинок у Лондоні), а також виплаті завищених дивідендів (загалом близько 1 млн фунтів) з основного капіталу компанії. Комісія дійшла висновку, що Хадсон привласнив близько 600 тис. фунтів. Коли з нього спробували стягнути ці гроші, він зник і тривалий час жив у різних країнах Європи. Затримати його вдалося тільки у 1865 р., і після сплати боргів він втратив усе. Помер колишній власник залізниць у 1871 р., маючи лише 200 фунтів.

Після скандалу навколо Хадсона увагу учасників британського фінансового ринку привернула проблема розкриття фінансової інформації та незалежного аудиту компаній³⁰⁷. У виданих

³⁰⁷ В Англії практика фінансової звітності мала давні традиції, зародившись у найпростіших формах ще в XI столітті з «Книги страшного суду» (Domesday Book, 1086 рік), яка визначала порядок збирання податків. Спершу фінансова звітність мала форму усних доповідей, із чим пов'язана поява поняття «аудит» (від латинського audio — слухати). Мабуть перший випадок незалежного зовнішнього аудиту відомий у 1720 р. під час краху South Sea Company. Один з директорів компанії, Джейкоб Соубрідж був пов'язаний з партнерською англійською компанією Turner & Co. Власність цієї компанії конфіскували,

під час залізничного буму законах Joint Stock Companies Act (1844) і Companies Clauses Consolidation Act (1845) містилися дуже загальні та недеталізовані положення про те, що акціонерні компанії мають надавати доступну всім інформацію про свою діяльність, і ця інформація мала бути «повної та достовірною». Така вимога захищала інвесторів і знижувала ризики під час акціонерних бумів. У 1840-ті стали з'являтися перші аудиторські фірми, а в середині XIX століття в Англії почали роботу відомі компанії Deloitte & Co., Cooper Brothers & Co., Price, Waterhouse & Co., W. D. Peat & Co. Англійська система розкриття фінансової інформації та незалежного аудиту стала однією з найважливіших фінансових інновацій, вплинувши на формування подібної системи в США. А у Франції, Німеччині та інших країнах Європи в той час вимог з розкриття інформації ще не існувало.

Наслідки кризи

Залізничний бум і промисловий підйом 1843–1847 рр., який торкнувся всіх галузей промисловості в Англії та США, закінчився економічною кризою 1847–1848 рр. У 1849 р. британський уряд ухвалив «Закон про припинення будівництва залізниць» («Railway Abandonment Act»), присвячений процедурі банкрутства залізничних компаній. Згідно із законом, за рішенням 70 % акціонерів компанії урядова комісія могла розглядати питання про припинення будівництва залізничної лінії, яка стала недоцільною, а також дозволити компанії відмовитися від узятих раніше зобов'язань з викупу землі, сплачуючи при цьому грошову компенсацію власникові землі.

Коли після закінчення кризи в британських інвесторів почалося поступове відродження інтересу до залізничних акцій, виявилася тенденція їхнього поступового відходу з англійських ринків. З'явилися вигідніші об'єкти інвестицій — акції американських і, особливо, індійських залізниць. Вони привернули до себе увагу після того, як у 1849 р. надали урядові гарантії зі сплати стабільного доходу. Ще одним вигідним напрямом

а ще один партер компанії, сер Джордж Касуелл, опинився у лондонській в'язниці Тауер. Аудитору Чарльзу Снеллу доручили вивчити рахунки Соубріджа, Касуелла та компанії Turner & Co, після чого підготувати в письмовій формі звіт про перевірку.

інвестицій у перші післякризові роки стали акції страхових компаній³⁰⁸.

Зниження масштабів залізничного будівництва тривало до 1852 р., і цей застій «завдав важкого удару по металургійній промисловості, особливо чутливий через те, що її діяльність була сильно напружена перспективами споживання металу залізницями»³⁰⁹, а ці перспективи так не реалізувалися. Крах залізничного будівництва став завершальним етапом кризи, що вразила спершу міжнародну торгівлю й британський експорт, а потім текстильну промисловість. Виробництво за час кризи знизилося на 25 %, збанкрутувало більше 6 тисяч компаній, не рахуючи тих, які призупинили платежі без оголошення банкрутства. Залізничні акції знецінилися у два-три рази. Збитки від скорочення виробництва в текстильній промисловості досягли 9,2 млн фунтів, а загальні збитки від банкрутств за час кризи становили близько 30 млн фунтів³¹⁰.

Загалом за час буму в 1844–1850 рр. у Великій Британії дозволили збудувати 9792 миль залізниць, але до 1856 р. фактично побудували тільки 5597 миль (57 %). Ціни на залізничні акції та облігації до початку 1850 р. знизилися на 85 % у порівнянні з максимальним рівнем, середня прибутковість однієї милі дороги зменшилася на 70 %. Середній рівень дивідендів залізничних компаній становив 2 % замість 8–10 % (за пів року) під час буму; багато компаній взагалі не сплачували дивіденди. На цьому британський залізничний бум закінчився. Втім, в країні після нього, крім спогадів про скандальні спекулятивні проекти, залишилася розгалужена залізнична мережа.

Підйом 1840-х років у Франції та криза 1847 р.

З кінця 1830-х років у Франції також стали популярними залізничні компанії, які часто засновували і реєстрували не як акціонерні товариства (що було пов'язане з певними право-

³⁰⁸ Після ухвалення в 1844 р. Акту про компанії, близько 25 % зі створюваних нових компаній були страховими (219 із 910 — загальної кількості компаній, заснованих в Англії з 1844 по 1856 рр.). Кількість страхових компаній швидко зростала, як і обсяг цінних паперів, які вони випускали.

³⁰⁹ Times. — 1847. — 2 Dec.

³¹⁰ Economist. — 1848–8 Jan. — P. 34.

вими обмеженнями), а як командитні товариства із правом випускати акції. У 1838 р. у Франції було вже 1039 таких командитних товариств із капіталом більш 1 млрд ліврів, і вони випустили 1,5 млн акцій³¹¹.

Спершу акції компаній, що будували залізниці, зацікавили лише вузьке коло професійних фінансистів. Але коли у Франції, як і в Англії, виник надлишок заощаджень, власники яких були готові їх вигідно інвестувати, у 1843–1846 рр. вони зацікавилися акціями залізничних компаній.

У Франції залізничний бум (з яким був пов'язаний весь підйом 1840-х років, що завершився кризою 1847 р.), розпочався після видання у 1842 р. закону про залізниці. За ним залізничне будівництво фактично переходило під контроль нечисленної групи представників еліти, а прибутковість залізниць гарантувала держава. «Усім пам'ятні скандали в палаті депутатів, коли випадково виявилось, що депутати більшості, разом із частиною міністрів, були зацікавлені як акціонери в будівництві тих самих залізниць, які вони потім (вже як законодавці) змушували споруджувати за державні кошти». Депутати «покладали головний тягар витрат на державу, а фінансовій аристократії, яка займалася спекуляцією, вони забезпечували золоті плоди³¹²».

За кілька років до ухвалення закону не було подано жодної заявки на видачу залізничних концесій. А за наступні чотири роки до кінця 1846 р. видали численні концесії на будівництво 5000 км залізничних ліній, з яких до 1848 р. фактично побудували лише 1628 км. Крім того, до 1848 р. сумарна емісія залізничних цінних паперів досягла 2,5 млрд франків, хоча реальні інвестиції в ці проекти становили менше половини вартості випущених паперів.

У Франції держава намагалася контролювати залізничний бум, але французький фінансовий ринок не міг забезпечити обсяг капіталів, потрібних для будівництва залізниць. Французькі акціонерні компанії стали шукати можливість одержати їх на британському ринку цінних паперів, і в наступні роки у Франції створили більше п'ятдесяти залізничних компаній, у які інвестували 80 млн фунтів британських капіталів.

³¹¹ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. — К.: Университетская типография, 1878 (репринт — М.: Статут, 2000). — С. 100.

³¹² Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 р. // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. Т. VIII. — С. 238.

Залізничний бум супроводжувався підйомом у металургійній промисловості. Система мит у Франції на імпорт металу охороняла французький внутрішній ринок від конкуренції з боку британської промисловості. При цьому вона підтримувала ціни на метал на рівні значно вищому, ніж в Англії. Це послаблювало темпи зростання в промисловості та будівництві залізниць. Однак усе це не перешкодило виникненню у Франції спекулятивного залізничного буму, якому, як завжди, сприяла кредитна експансія — сума кредитів, виданих банком Франції з 1844 по 1847 р. зросла у 1,8 раза — з 749 до 1329 млн франків.

Передкризовий підйом у Франції значною мірою надихався прикладом Англії, він також був пов'язаний із залізничними проектами. Данина моді на залізниці, загальний спекулятивний азіотаж і очікування надприбутків часто не давали можливості сприймати реальний стан справ. Будівництво залізниць розгорнули в таких масштабах, які перевищували реальну потребу в них. Доводилося експортувати рейки та інше обладнання з Англії, де ціни на все це були неадекватно завищені під час азіотажу.

У цей час створили 25 нових банків і 30 страхових компаній (із загальним капіталом 300 млн франків), які пропонували вигідні кредити. Напередодні кризи 1847 р. акції залізничних компаній набули масового поширення (одна тільки компанія Du Nord випустила 400 000 акцій) і зрівнялися за популярністю з державними облігаціями. Швидко змінився сам характер французького ринку цінних паперів, на якому ще недавно переважали державні облігації. У середині XIX ст. Паризька біржа була основним ринком цих облігацій, і хоча більше 90 % з них були французькими, швидко зростало значення іноземних цінних паперів³¹³.

У 1847 р. вартість будівництва залізниць підвищилася як мінімум на 30 % порівняно з 1833–1845 рр. На будівництво лінії Париж — Ліон запланували витратити 200 млн франків, але потім виявилось, що реальна вартість робіт становить не

³¹³ Багато нових акціонерних компанії стало з'являтися в провінції — у Марселі, Тулузі та інших містах, зокрема в Ліоні (де перебувала відома Ліонська біржа з давньої історією), який став найважливішим після Парижу центром операцій із цінними паперами. Акції місцевих компаній зазвичай торгувалися на провінційних ринках, акції залізничних і страхових компаній — на позабіржовому ринку цінних паперів у Парижі.

менше 300 млн франків, а може навіть більше. Дивіденди за акціями також становили 4 %, а не 7–8 %, як припускали оптимістичні прогнози. Тому було вирішено призупинити будівництво дороги. Ця звістка «подіяла як удар грому. Почався крах, який поступово поширився на всі лінії та залізничні папери. Акціонери... кричали про обман або навіть про злодійство. Вони не тільки відмовлялися робити подальші інвестиції, хоча ті могли зменшити проблеми залізничних товариств, але й почали продавати на біржі за будь-яку ціну свої цінні папери, які стали ненадійними³¹⁴».

У Франції невідповідність реальних потреб і роздутих масштабів залізничного будівництва була ще помітніша, ніж у Великій Британії. Це створило сильну напруженість на фінансовому ринку, а оскільки у Франції держава брала участь у залізничних проєктах набагато більше, ніж в Англії, криза 1847 р. торкнулася не тільки цінних паперів і акціонерних товариств, але також і державних фінансів.

Особливо помітною криза 1847 р. була на біржі та у кредитно-фінансовій сфері. Як і в Англії, поганий урожай зерна та потреба його імпортувати створили сильну напруженість на фінансовому ринку, і без того перевантаженому надмірними витратами на залізничні проєкти. Стан справ ускладнював відтік британських капіталів через кризу в Англії. Почалося масове вивезення золота з країни, і золотий запас *Banque de France* з липня 1846 р. до січня 1847 р. скоротився з 252 до 78 млн франків. Допомогу надали Банк Англії, що видав кредит 25 млн франків, а також російський цар Микола I, який наказав придбати французькі державні облігації на 50 млн франків.

Восени 1847 р. фінансова криза ще більше загострилася через загальний спад у промисловості й міжнародній торгівлі. Збанкрутував найбільший акціонерний банк — *Caisse du Commerce et de l'Industrie* та декілька провінційних банків, після чого уряд оголосив тимчасовий мораторій комерційних зобов'язань банків. Загальна кількість банкрутств за час кризи наближалася до 5000.

Усе це призвело до політичної кризи, і 24 лютого 1848 р. у Франції відбулася революція. Король Луї-Філіп I зрікся престолу, і була проголошена Друга республіка. Казати, що

³¹⁴ Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. — СПб.: Типография т-ва «Общественная польза», 1908. — С. 44.

криза 1847 р. стала причиною революції, було б несправдою (у політичній кризі був комплекс своїх причин), але фінансова криза безперечно наблизила революцію у Франції. А та у свою чергу стимулювала ліберальні революції 1848 р. у декількох країнах Європи, зокрема в Німеччині та Австрії.

Зв'язок фінансової кризи й революції для сучасників був очевидним. «Третя, найбільш кривава революція у Франції з усіма її європейськими наслідками є результатом того загального нещастя, яке тяжіє над Англією у вигляді кризи та банкрутств... Франція несе свою частку в стражданнях епохи... у вигляді революції та громадянської війни»³¹⁵.

Політична криза, яка дозріла завдяки кризі фінансовій, ще більше посилювала загальний крах. Банк Франції намагався дискредитувати республіку та зробити її економічно нежиттєздатною, припинивши видачу кредитів. Республіка від цього не перестала існувати, а от для банку така політика створила чимало проблем — почалося масове зняття внесків, зокрема великих. Щоб урятувати центральний банк від краху, уряд встановив фіксований курс обміну банкнот на золото, зробивши його обов'язковим для всіх провінційних банків. Це врятувало банк, але не зменшило проблему скорочення кредиту та вивезення капіталів із Франції в інші країни. Загальне падіння промислового виробництва досягло в цей час 50%.

Криза й революція в Німеччині

У німецьких державах вільні капітали інвестори традиційно вкладали в земельну нерухомість і державні облігації. Акціонерні товариства були мало поширені до 1838 р., коли в найбільшій з цих держав, Пруссії, ухвалили акціонерне законодавство, підтверджене в 1851 р. Видання закону про акціонерні товариства значно прискорило формування ринку акцій у Німеччині. Там за короткий час розпочався акціонерний бум, пов'язаний із будівництвом залізниць.

У Німеччині наближення кризи стало відчуватися наприкінці 1846 р. «Листи з Берліну зображують стан грошового ринку в похмурих тонах. На біржі важка фінансова криза, що

³¹⁵ Times. — 1848. — 27 June.

породжує тривогу... Очевидною причиною труднощів є надмірна залізнична спекуляція. Більшість із акціонерів споруджуваних доріг відмовляється від сплати» за придбані в кредит акції, тому «роботи на деяких лініях призупинилися»³¹⁶.

На початку 1847 р. криза досягла германської текстильної промисловості — ціни на вироби знизилися на 15–20 %, а 25 % робітників звільнили. Економічна криза в Німеччині призвела до політичної дестабілізації, яка відчувалася з 1846 р. «Політичне збудження, що панує в Німеччині, сильно підвищується під тиском дуже важкої фінансової кризи. Причина цих фінансових утруднень полягає головним чином у пертурбаціях, спричинених залізничною спекуляцією»³¹⁷.

Неврожаї 1845–1846 рр. і економічна криза 1847 р. призвели до політичної кризи. Після повідомлень про революцію 1848 р. у Франції та проголошення республіки, у березні 1848 р. у різних місцях Німеччини почалися масові безладдя, що переросли в повстання, внаслідок якого в Пруссії та інших німецьких державах сформували нові ліберальні уряди. Створити в Німеччині республіку, що було первісною метою революції, так і не вдалося, тому революція 1848 р. залишилася незавершеною, однак деяку економічну лібералізацію вона все ж таки принесла.

У 1848 р. у Німеччині на тлі революційних подій економічна й фінансова криза продовжувала посилюватися. «Попит банків на гроші ставав дедалі більше, і виникла криза, якої вони ніколи ще не відчували. Один із найстаріших банкірських домів призупинив платежі... Недовіра стала безмежною. Почалося масове вилучення вкладів, гроші пакували у валізи, ящики й навіть заривали в землю, повністю вилучаючи їх з обігу. Самі банкіри намагалися отримати якнайбільше готівки, тому вони припинили надання нових кредитів... Легко зрозуміти, що за таких обставин банківські справи... були майже повністю паралізовані»³¹⁸.

³¹⁶ Times. — 1946. — 4 Dec. Наприкінці 1846 р. наближення кризи стало відчуватися в Австрії, де «уряд визнав потребу прийти на допомогу акціонерам залізниць і організувати видачу кредитів для завершення робіт, які інакше б повністю припинилися» (Times. — 1946. — 4 Dec.).

³¹⁷ Times. — 1946. — 4 Dec.

³¹⁸ Preussisches Handelsarchiv — Wochenschrift für Handel, Gewerbe und Verkehrs-Anstalten. — Berlin: W. Besser, 1849. — S. 36.

Втім, інтерес до акцій залізничних компаній був у Німеччині не настільки глибокий, як в Англії. Для сформованої в Німеччині економічної структури сама ідея фінансування за допомогою ринку цінних паперів була не близькою, тому що таке фінансування вважалося більш ризикованим, ніж банківські кредити. До того ж за рівнем розвитку Німеччина суттєво відставала від Англії та Франції. Тому у фінансовому аспекті криза 1847 р. торкнулася Пруссії та інших німецьких держав не настільки сильно, як Англії та Франції — економічно Німеччина ще не дозріла для самостійних криз.

Криза в інших країнах

Банкрутства, спричинені кризою 1847 р., відзначалися крім Англії, Франції й Німеччини в багатьох країнах світу, особливо у фінансових центрах — в Амстердамі, Антверпені, Брюсселі, Валенсії, Венеції, Генуї, Женеві, Константинополі, Лісабоні, Мадриді, Петербурзі, Празі, Смірні, Стокгольмі, Трієсті. Випадки банкрутств, пов'язаних із кризою в Лондоні, відомі в Алжирі, Індії, Пуерто-Рико, Тринідаді, на Цейлоні та Ямайці.

У Європі вплив кризи найбільше відчула Бельгія. У цій країні в 1840-ті роки, так само як і у Франції, розпочався бум заснування акціонерних компаній³¹⁹. Створений у 1822 р. Акціонерний банк Societe Generale de Belgique з 1835 по 1838 р. фінансував організацію 31 акціонерного товариства із загальним капіталом більше 100 млн франків. Ще один акціонерний банк Banque de Belgique (почав роботу в 1835 р.) фінансував 24 промислові підприємства й фінансові організації із загальним капіталом 54 млн франків³²⁰. Акції та облігації цих товариств швидко сформували бельгійський ринок цінних паперів, і за короткий час у 1840-ті роки Бельгія стала

³¹⁹ Королівство Бельгія стало незалежною державою в 1830 р. (до 1814 р. територія Бельгії входила до складу Франції, з 1814 до 1830 р. — до складу Нідерландів). Одержання незалежності, а також давні традиції (Брюгге й Антверпен на території Бельгії — давні торговельні міста, де були запозичені з Італії передові на той час методи фінансових операцій) і значні природні ресурси призвели до швидкого розвитку бельгійської промисловості.

³²⁰ Cameron R. A Concise Economic History of the World: From Palaeolithic Times to the Present / R. Cameron, L. Neal. — Oxford: Oxford University Press, 2002. — P. 229–231.

найбільш розвиненою у промисловому сенсі країною континентальної Європи; за рівнем індустріалізації вона наближалася до Англії. Криза 1847 р. спричинила в Бельгії численні банкрутства.

Дещо менше процеси індустріалізації, створення транспортної інфраструктури та акціонерний ажіотаж 1840-х років торкнулися Італії. Спекулятивний бум навколо акцій залізничних компаній 1840-х років практично не відчувався в Амстердамі, який залишався в основному ринком державних облігацій.

У США спекулятивний бум, пов'язаний з акціями залізничних компаній (такі акції називали в ті роки в Америці «fancies») почався дещо пізніше, ніж у Європі. Тому й криза 1847 р. у США була набагато слабкішою, ніж в Англії. Найвідомішою скандальною історією компанії Erie Railroad — акції цієї компанії, що славилася аваріями й технічними проблемами, були предметом постійних спекуляцій³²¹. Перед кризою, коли через неврожаї в країнах Європи виник підвищений попит на американське зерно, це спричинило помітний приплив капіталів у США у 1847 році. А революційні події 1848 року у Франції, Німеччині, Австрії, Італії, Румунії, які стали наслідком кризи 1847 року, і загальна політична нестабільність у Європі перетворилися на додатковий чинник, який активізував переміщення значних капіталів у США.

Особливості кризи 1847 р.

Основна особливість кризи 1847 р. (що відрізняла її від кризи 1825 р. і 1837 р.) була в тому, що ця криза стала справді міжнародною. Адже кризу 1825 р. можна вважати міжнародною лише умовно, тому що вона була пов'язана з фінансовими потоками між Англією і країнами Латинської Америки. А прояви цієї кризи в інших фінансових центрах стали наслідком впливу британської фінансової системи. Якихось

³²¹ Усім було відомо, що в цій компанії потяги та й самі шляхи були в поганому стані. У 1860-ті роки на біржах поширилися чутки, що керівники компанії, Джеймс Фіск, а потім Джей Гулд (останній був знаменитим у той час біржовим спекулянтом) цілеспрямовано розкрадають майно компанії, однак, незважаючи на це, її акції широко використовувалися у грі на зниження, хоча вони вважалися тоді ненадійними.

власних передумов для цієї кризи в інших країнах ще не існувало. Те саме можна сказати про кризу 1837 р., в якій британські капітали отримували США, а не Латинська Америка.

А в основі кризи 1847 р. був спекулятивний бум навколо залізничних проєктів, який спричинив зростання видобутку вугілля, розвиток металургійної промисловості та інших галузей виробництва, що обслуговували залізниці. Країни, залучені в цю кризу (насамперед Франція й Німеччина, менше — інші країни Європи та США), так само брали участь у цьому бумі, як і Велика Британія. Тому криза 1847 р. у цих країнах не була простим відображенням англійської кризи, а мала внутрішні причини. Однак Велика Британія, як найбагатша країна того часу, усе ще залишалася епіцентром кризи. «Англія є джерелом цих криз, вплив яких неминуче досягає найвіддаленіших куточків світового ринку, він скрізь веде до руйнування значної частини промислової й торговельної буржуазії. Від таких криз... є тільки один засіб порятунку: розширення збуту або за допомогою завоювання нових ринків, або за допомогою більш інтенсивної експлуатації старих»³²².

Зазвичай перед кожною циклічною кризою того часу Англія починала зі спекулятивною метою завищувати ціну на експортовані в колонії товари або сировину. Таким чином стимулювали виробництво, але ніхто не замислювався про неминуче надвиробництво. А коли починалася чергова криза, вона призводила до банкрутства по всьому світу багатьох дрібних підприємців, які торгували британськими товарами. Таким чином Англія, де був тоді основний ринок промислових товарів, продовольства й сировини, своїми кризами надвиробництва впливала на віддалені частини світу. Британська економіка нав'язувала іншим країнам не тільки ціни на товари, але й циклічний ритм їх коливання. Скрізь, де тільки виникала можливість для спекулятивних операцій, одразу з'являлися британські капітали, які посилювали не тільки спекулятивний бум, але й крах, який потім неминуче настунав.

³²² Энгельс Ф. Английский билль о десятичасовом рабочем дне // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 7. — С. 250–251. — <http://www.informaxinc>

*Загальні тенденції
у формуванні ринків цінних паперів
у першій половині XIX ст.*

На початку XIX ст. основні операції на світовому ринку цінних паперів були пов'язані з борговими інструментами — державними облігаціями. Акціонерні компанії та їхні акції ще не мали поширення в Англії чи Франції³²³. Ще менше були поширені акції на території Німеччини, де існувало багато дрібних держав — на німецьких біржах цінні папери були представлені в основному державними облігаціями. Найдинамічніше акціонерні компанії розвивалися в США, хоча їхня кількість поки ще значно відставала від британських. Ринок цінних паперів у США в цей час тільки лише формувався, однак американська фінансова система була більш сприйнятлива до інновацій.

Загалом розвиток організованих ринків цінних паперів відбувався досить повільно, і навіть в Амстердамі, незважаючи на тривалу історію його біржі, було нелегко запровадити чіткі правила та регулятивні механізми. До того ж підходи до організації ринків цінних паперів були різні в Англії та у континентальній Європі. У Франції, Німеччині, Австро-Угорщині, Росії розвиток організованого ринку цінних паперів пов'язували з удосконаленням системи державного регулювання. Однак динамізм розвитку бірж, що працюють на основі державного регулювання, був обмежений, а доступ на них нових учасників утруднений³²⁴. Наслідком цього став швидкий розвиток альтернативних позабіржових ринків цінних паперів, не регульованих державою. Подібна тенденція відзначалася не тільки у Франції, але й у всіх країнах з континентальною моделлю фінансової системи, де регулювання ринків цінних паперів відбувалося з ініціативи держави.

Іншим шляхом відбувалася еволюція британських самоорганізованих ринків. На Лондонській біржі існував лише мінімальний набір регулятивних правил, потрібних для про-

³²³ Хоча на Паризькій біржі кількість цінних паперів у котируваннях зростає з 38 в 1830 р. до 260 в 1841 р., акції становили лише невелику частину.

³²⁴ Вартість місця на Паризькій біржі зростає з 30 000 франків у 1816 р. до 850 000 франків у 1830 р., і для більшості брокерів ця ціна була дуже високою.

ведення операцій — це забезпечувало динамізм розвитку, хоча й підвищувало нестабільність. Аналогічно були організовані біржі в США, і хоча вони в той час більше нагадували провінційні британські біржі, ніж Лондонську, розвивалися вони дуже швидко³²⁵. Ця тенденція 1830-х років була не випадковою, якщо зважати на те значення, яке акціонерне фінансування мало в подальшій історії американської економіки.

Різні моделі регулювання ринків цінних паперів, які сформувалися на початку XIX ст., визначили подальшу історію фінансових систем різних країн. У країнах, де ринки цінних паперів створювали та регулювали з ініціативи уряду (Франція, Німеччина, Австро-Угорщина, Російська імперія), вони були менш розвинені та не мали такого впливу на фінансову систему, як у країнах з англо-американською моделлю, де ринки цінних паперів виникали на основі принципу самоорганізації учасників.

У 1820-ті роки популярність набули іноземні державні облігації (зокрема латиноамериканські), і це прискорило формування міжнародного ринку цінних паперів. А коли індустріалізація призвела до збільшення кількості міського населення, яке потребувало транспортної інфраструктури, почалося створення у 1840-ті роки залізничної мережі. Залізниці підвищували мобільність робочої сили. Раніше людина була змушена шукати собі роботу недалеко від місця проживання, що призвело до появи на околицях Лондону бідних робочих кварталів. Змінив ситуацію розвиток залізниць (особливо дешевих «парламентських поїздів» в Англії, у яких плата не перевищувала один пенс), і у 1865 р. щодня 2000 лондонських робітників добиралися на роботу на цих дешевих поїздах. Надалі, у другій половині століття, коли залізнична мережа охопила майже весь світ, вона сприяла масовій міграції в інші країни у пошуках вигідної роботи.

Саме акціонерні залізничні компанії мали вирішальне значення у формуванні масового ринку акцій. Саме акції цих компаній вперше привернули до ринку цінних паперів увагу великої кількості дрібних інвесторів з середнього класу,

³²⁵ У 1828 р. на американських біржах котирувалося 28 найменувань акцій, а в 1840 р. їхня кількість збільшилася до 112 (Banner S. *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860* / S. Banner. — Cambridge: Cambridge University Press, 2002. — P. 194, 254–255).

що почав тоді формуватися³²⁶. Незабаром ринок акцій став справді масовим, а заощадження середнього класу виявилися важливим джерелом інвестиційних ресурсів. А чим більш масовим ставав ринок цінних паперів, тим більше розширювалася сфера фінансових послуг³²⁷.

Хоча залізничні компанії продовжували залишатися важливими учасниками ринку акцій і наприкінці XIX ст., і на початку XX ст., наступний цикл економічного розвитку був пов'язаний вже не із транспортною інфраструктурою. Поширення засобів зв'язку (з 1840-х років — телеграфу, а з 1880-х — телефону) прискорило обмін інформації, і завдяки цьому із середини XIX ст. почалося формування загальносвітового ринку цінних паперів.

Періодичність фінансових криз з інтервалом приблизно в 10 років (1825, 1837, 1847 рр.) і періодів депресії тривалістю в середньому два роки (1825–1826 рр., 1837–1838 рр., 1846–1847 рр.) наочно підтверджували циклічність розвитку економічних систем і фінансових ринків. Але, незважаючи на це, тривало загальне економічне зростання, характерне для індустріальної епохи.

³²⁶ За даними перепису населення, в Англії у 1861 р. до середнього класу відносили тих, чий дохід був від 100 до 1000 фунтів — 10% населення (2 млн осіб при загальній кількості населення 20,1 млн). Вищий клас із доходами понад 1000 фунтів становив 0,25% населення (50 тис. осіб). Один британський фунт середини XIX століття дорівнював приблизно 45 сучасним фунтам (Пикард Л. Викторианский Лондон / Л. Пикард. — М.: Изд-во Ольги Морозовой, 2011. — С. 150–151).

³²⁷ В Англії, за даним перепису населення 1841 р., «бухгалтерів, банківських службовців і клерків» було 44 тис. осіб, у 1861 р. — 67 тис., у 1871 р. — 119 тис. (Там само, с. 151).

Частина третя.

ТРИУМФ
ВІЛЬНОЇ ТОРГІВЛІ

Розвиток міжнародної торгівлі та концентрація капіталу

Епоха вільної торгівлі

Чверть століття до кризи 1873 р. можна умовно назвати епохою вільної торгівлі, так само як декілька десятиліть перед Першою світовою війною — епохою експорту капіталу. Розквіт вільної торгівлі, прискоривши економічне зростання у багатьох країнах, створив цілий космополітичний світ ліберального оптимізму, у якому привабливим став образ *citoyen du monde* — «громадянина світу», як тоді казали. І хоча цей образ стосувався лише невеликої кількості освічених і більш-менш заможних людей у розвинених країнах, він помітно вплинув на сам дух епохи — той дух, розуміння якого іноді стає для фінансової історії важливіше за цифри.

У створенні міжнародної системи вільної торгівлі вирішальним кроком став англо-французький договір Шевальє-Кобдена, підписаний у 1860 році, який зняв тарифні бар'єри в торговельних операціях між Англією й Францією³²⁸. Розвиток вільної торгівлі призвів до того, що регіональні ринки цінних паперів почали виникати в найвіддаленіших частинах

³²⁸ Укладання договору було пов'язане з тим, що Наполеон III, який прийшов до влади після революції 1848 р. у Франції, хотів розвивати економічні зв'язки з Англією. Зокрема, це стосувалося торгівлі виробами з бавовни та вовни, імпорт яких до Франції тривалий час обмежувався традиційною для цієї держави політикою протекціонізму. Податок на імпорт британських товарів знизили з 30 % до 15 %, що активізувало торгівлю між двома країнами.

Британської імперії (зокрема в Австралії та Новій Зеландії), а також у Східній Європі, Латинській Америці, країнах Азії та Африки. Збільшувався обсяг операцій із цінними паперами — до 1880 р. сукупна вартість цінних паперів, що перебували в обігу в Європі, досягла 6,8 млрд фунтів.

Визнаним лідером в епоху вільної торгівлі стала Британська імперія, її основним конкурентом залишалася Франція, однак швидко зростало значення Німеччини й США, де динамічно розвивалися промисловість та фінансова система. Крім того, на світових товарних і фінансових ринках з'явилися нові учасники — Росія та Японія. У цих країнах почалася індустріалізація, формування фінансових систем і ринків цінних паперів.

Концентрація капіталів і масова індустріалізація у 1850-х роках

У 1850-х роках відбулося величезне розширення світової економіки завдяки масовій індустріалізації в багатьох країнах. Саме вона створила масове виробництво, масовий попит на продукцію та масовий ринок. Особливістю цього періоду було посилення концентрації капіталів, які нагромаджувалися внаслідок прискореного зростання міжнародної торгівлі. Її загальний обсяг збільшувався на 6 % щорічно — утричі швидше, ніж зростало промислове виробництво, і в'ятеро швидше, ніж темпи збільшення населення.

В основі індустріалізації залишалися видобуток вугілля та виробництво металу; в 1860-х роках до них додалися нові перспективні галузі промисловості — хімічна й електротехнічна. У центрі економічного підйому 1850-х років у більшості країн було залізничне будівництво³²⁹. Крім швидкого розширення мережі залізниць, 1850-ті роки були позначені ще

³²⁹ З 1850 по 1860 р. загальна довжина всіх залізниць світу збільшилася з 38,6 тис. км до 108 тис. км — майже втричі, зокрема у США з 15,1 тис. км до 53,9 тис. км; у Європі — з 23,5 тис. км до 51,9 тис. км. Видобуток вугілля зріс за ці десять років на 66,6 % в Англії, на 92,1 % у Франції, на 97,5 % у США, на 117,3 % у Німеччині; виробництво чавуну — відповідно на 62,7; 39,9; 144,3 і 152,4 % (Трахтенберг И. А. Капиталистическое воспроизводство и экономические кризисы / И. А. Трахтенберг. — М.: Гос. изд-во политической литературы, 1954. — С. 103, 106).

однією транспортною інновацією — появою океанських пароплавів, які здійснили справжню революцію в транспортуванні товарів і міжнародній торгівлі загалом за рахунок збільшення обсягів перевезень, скорочення термінів й зменшення залежності від погоди. За таких нових умов економічний підйом набув загальносвітового характеру³³⁰. Показово, що британський експорт під час цього підйому зріс удвічі, хоча у 1840-х роках він збільшився лише на 13%. Тому в 1850-ті роки економічне лідерство Великої Британії стало особливо помітним.

Завдяки загальному розширенню ринків, низькій вартості робочої сили й зростанню цін відбувалося нагромадження капіталу та його концентрація. Символом тріумфу індустріалізації стали всесвітні виставки: у Лондоні у 1851 р. (у виставці брало участь 14 тисяч компаній), у Парижі у 1855 р. (24 тис. компаній), потім у 1862 р. знову в Лондоні (29 тис. компаній), і в 1867 р. у Парижі (50 тис. компаній)³³¹.

Криза 1857 р. та її особливості

Іноді кризу 1857 р., яка швидко поширилася в Англії, Франції, Німеччині та інших країнах, справедливо називають першою світовою фінансовою кризою. Справді, вона торкнулася багатьох країн і особливо сильно відчувалася в Норвегії, Данії та Швеції. «Країни Північної Європи були охоплені кризою надзвичайної сили»³³². За повідомленнями зі Стокгольму, «грошова криза створила сильні утруднення для комерції як

³³⁰ З 1847 по 1857 р. видобуток вугілля зріс в Англії на 52%, у США на 156%, у Німеччині на 123%, у Франції на 52%; виробництво металу — на 83% в Англії, на 10% у США, на 130% у Німеччині, на 68% у Франції, на 21% у Росії. Обсяги експорту збільшилися на 103% в Англії, на 85% у США, на 98% у Франції, на 113% у Німеччині, на 15% у Росії. Особливо зріс експорт із Великої Британії в США та Австралію — з 12,6 млн фунтів у 1847 р. до 38,2 млн фунтів у 1853 р. (Porter G. R. The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. London: John Murray 1851. — 360, 363. Statistical abstract for the United Kingdom in each of the last fifteen years, from 1853 to 1867. — L.: Great Britain Parliament. House of Commons, 1868. — P. 54).

³³¹ Carandini G. Racconti della civita capitalista. Dalla Venezia del 1200 al mondo del 1939 / Carandini G. — Roma: Laterza, 2012. — P. 348–349.

³³² Evans D. M. Commercial Crisis, 1847–48 / D. Morier Evans. — London: Letts, Son & Steer, 1848. — P. 38.

тут, так і майже у всій Швеції... 36 торгових домів оголошені неплатоспроможними»³³³.

Загальна сума боргових зобов'язань збанкрутілих компаній у країнах Європи до кінця 1857 р. досягла 700 млн доларів. Криза відчувалася у Відні, Брюсселі, Празі та Мадриді, але найбільше стала помітною в Австрії, де відзначалися численні банкрутства та спад у промисловості й торгівлі. У Бельгії в 1857 р. «почалася така сильна криза, якої країна ніколи не знала... торгівля в стані застою... промислові підприємства працюють головним чином про запас»³³⁴.

У Голландії в 1857–1858 рр. також почалися банкрутства, падіння цін, скорочення виробництва. Гостра фінансова криза наприкінці 1857 р. була в Італії. Криза поширилася від західного узбережжя Америки «до Стокгольму й Москви, до Смірни й Одеси... Князівські багатства за ніч перетворилися в ніщо; стародавні торгові дома, що пережили покоління війн і революцій, для яких несплачений вексель був нечуваним явищем... були зруйновані, як знесені буревієм; фабрики, які ще недавно процвітали, стояли без роботи, ніби після паралічу; незліченні запаси товарів лежали на складах, даремно очікуючи на відправлення»³³⁵.

Головною особливістю кризи 1857 р., яка відрізняла її від попередніх, був справді світовий масштаб. Якщо кризу 1825 р. називали «міжнародною» тільки тому, що вона охопила крім Британії країни Латинської Америки, то в 1857 р. у багатьох країнах дозріли власні причини для економічної та фінансової кризи надвиробництва. Щодо цього криза 1857 р.

³³³ «Майно багатьох із цих торгових домів перевищує їхні борги; але... воно складається здебільшого із земель, фабрик, заводів та ін., на які тепер не можна знайти покупців... шведське купецтво винне в тому, що воно захопилося в останні роки надмірними спекуляціями, обсяг яких значно перевищував власні кошти, однак нинішня криза... відбулася тут внаслідок банкрутств у Лондоні та особливо в Гамбурзі» (Коммерческая газета. — 1858. — № 19. — 3 февр.).

³³⁴ Preussisches Handels-Archiv. — 1858. — 2 Hlfte. — S. 167–171).

³³⁵ «Тисячі збанкрутували протягом місяця; сотні тисяч робітників втратили роботу й заробіток; розпочате будівництво залізниць, будинків, каналів залишалися незакінченими; у крамницях, зазвичай в ці передріздвяні дні переповнених покупцями, було багато продуктів найкращої якості, але вони були пусті та безлюдні. Наче якесь зле прокляття приречло на паралізуючий сон усяку діяльність і рух» (Die Verkehrskrisis des Jahres 1857 // Preussische Jahrbucher. — 1858. — № I. — S. 97).

у Франції чи Німеччині вже не була лише відображенням англійської кризи, а мала внутрішні передумови.

«Ця криза має подвійний характер — вона відбувається як від зовнішніх причин, так і від місцевих умов», і різні країни відчували «майже ті самі потрясіння, як Париж і Лондон... Під час гальмування за кордоном великих торговельних угод зрозуміло, що й ми маємо бути охоплені тим самим фатальним потоком, який називають всесвітньою кризою»³³⁶.

В епоху вільної торгівлі міжнародні торговельні операції поєднували ринки різних країн у загальну систему, підвищуючи взаємозалежність цих ринків. А експорт капіталів (насамперед британських), який почався у 1850-ті роки, ще більше впливав на інтеграцію ринків і підвищував їхню залежність від підйомів і спадів світової економіки.

У 1850-ті роки в міжнародних інвестиціях почали брати активну участь французькі капітали, зокрема банк *Credit Mobilier*, що стало причиною особливої гостроти цієї кризи у Франції. Хоча США ще сильно залежали від британських інвестицій, поштовхом до початку кризи стали події саме в Америці — цей молодий, швидко зростаючий ринок (і товарний, і фінансовий) мав дедалі більший вплив на циклічність світової економіки.

Підйом 1860-х років

У 1860 р. почався період загальносвітового економічного підйому. Це десятиліття було позначене подальшим зростанням міжнародної торгівлі, новими великими залізничними проектами в різних країнах, індустріалізацією Німеччини та зростанням самостійності фінансової політики США. А експорт капіталу став визначальною тенденцією світової фінансової системи до самого кінця XIX століття.

В основі підйому 1860-х років були, як і в попередньому циклі, залізничні проекти, масштаб яких значно перевищив 1850-ті роки³³⁷. Найбільша активність залізничних компаній

³³⁶ Вестник промышленности, финансов и торговли. — 1858, июнь. — С. 221–222.

³³⁷ Загальний приріст довжини світової залізничної мережі становив майже 75 тис. км, з них у США — 22,4 тис. км; в Англії — 7,6; у Франції — 8,2; у Німеччині — 6,7; у Росії — 3,9 тис. км.

відзначалася в Європі, де довжина залізничної мережі за десятиліття виросла майже удвічі. Англія вже не лідирувала в залізничних проєктах, адже там систему залізниць загалом побудували, і вона охопила більшу частину площі цієї невеликої країни.

Однак капітали залізничних компаній продовжували зростати (з 200 млн фунтів у 1847 р. і 315 млн у 1857 р. до 502 млн фунтів у 1867 р.)³³⁸. У Німеччині капітали, інвестовані в залізницю, зросли з 1,5 млрд марок у 1855 р. до 3,4 млрд марок³³⁹. Будівництво залізниць спричиняло подальший розвиток металургійної та металообробної промисловості у всіх країнах Європи, особливо в Німеччині.

З 1838 по 1848 р. загальносвітова мережа залізниць збільшилася з 4,0 до 29,6 тис. км, з 1849 по 1858 р. — до 89,1 тис. км.³⁴⁰ До 1857 р. у будівництво залізниць у світовому масштабі інвестували загалом 600 млн фунтів (16 млрд франків), з них близько 70% — у США. Але якщо у 1840-ті роки епіцентр залізничного буму знаходився в Англії, то тепер він перемістився до США.

Нова хвиля акціонерного засновництва

Розвиток залізничних компаній і пов'язаної з ними важкої промисловості збільшував основний капітал, а це стимулювало черговий засновницький бум і нову хвилю біржової спекуляції. Особливістю 1860-х років стало масове поширення акціонерних компаній, які заміняли пайові товариства та інші форми підприємницьких об'єднань.

Хвиля акціонерного засновництва, яка охопила у 1860-ті роки основні країни Європи, за своїми масштабами перевершувала ажіотаж навколо заснування залізничних компаній

³³⁸ Commerce and Industry: Tables of statistics for the British Empire from 1815. Edited by William Page. — L.: Constable and Co., Ltd., 1919. — P. 170.

³³⁹ Hubner O. Jahrbuch fur Volkswirtschaft und Statistik / O. Hubner. — Leipzig: H. Hubner Verlag, 1857. — S. 84.

³⁴⁰ Найшвидше зростала залізнична мережа в США (з 3,0 тис. км у 1838 р. до 10,2 тис. км у 1848 р. і 43,0 тис. км у 1858 р.). В Англії темпи зростання залізничної мережі загальмувалися, тому що більшість залізниць після буму 1840-х років уже були побудовані (Sturmer G. Geschichte der Eisenbahnen: Entwicklung und jetzige Gestaltung sämtlicher Eisenbahnnetze der Erde / G. Sturmer. — Bromberg: H. Heyfelder, 1872. — S. 59, 90, 125, 149, 211).

у 1840-ті роки. До заснування акціонерних товариств були залучені величезні кошти. «Капітал, зібраний в окремих осіб і переданий у руки компаній, живив торгівлю у всіх її видах. Майже кожна галузь комерційної діяльності... стала значно більшою, ніж раніше»³⁴¹.

У Франції та Німеччині поширення засновницького буму (його тоді називали грюндерським) значно прискорила поява акціонерних банків нового типу (Credit Mobilier у Франції та Bank für Handel und Industrie у Дармштадті), орієнтованих на фінансування промислових акціонерних компаній. Особливо активно фінансував залізничне грюндерство банк Credit Mobilier, сфера впливу якого простяглася далеко за межі Франції — до Австро-Угорщини, Швейцарії, Росії, Іспанії та інших країн. Спекулятивні операції з акціями дозволяли банку оперувати зі значними фінансовими ресурсами.

В Англії у 1850-х роках такого засновницького буму не було — у той час у центрі акціонерного ажіотажу скрізь були залізничні проекти, а британські залізниці почали будувати раніше, ніж в інших країнах, тому до середини століття темпи залізничного будівництва знизилися. Однак англійський капітал активно експортували, він брав участь у засновницькому ажіотажі в Парижі, Берліні, Гамбурзі, Відні, Нью-Йорку та в інших світових фінансових центрах. Основний інтерес британські інвестори мали до ринку цінних паперів США — вони зрозуміли, що на Нью-Йоркській біржі можна набагато швидше розбагатіти, ніж навіть на видобутку золота в Каліфорнії. Більша частина капіталів, вкладених в американські залізничні й промислові компанії, мала британське походження; це стосувалося також заснування американських банків. З 300 млн доларів, інвестованих у 1850-ті роки в гірничодобувну промисловість США, більшість також були британськими капіталами.

Банківська революція

Для фінансування масового акціонерного засновництва створювалися численні акціонерні комерційні банки. Стрімке зростання банківської системи та експансія кредиту

³⁴¹ The Economist. — 1866. — 1 Sept. — P. 1027.

спричинили загальне нагромадження капіталу. Крім того, в банках осідало каліфорнійське та австралійське золото. Вільні капітали та кредитна експансія розширювала масштаби підйому 1850-х років, але водночас наближала початок кризи.

Під час «банківської революції» у 1850–1860-х роках мода на заснування акціонерних комерційних банків стала загальною, і банківська система нового типу з'явилася в багатьох країнах — від Великої Британії до Росії та Японії. Засновники таких банків надихалися прикладом французького *Credit Mobilier*. Ці банки могли бути спеціалізованими, як у Великій Британії, або універсальними, як у Німеччині, але їх поєднувала готовність брати участь у фінансуванні будівництва залізниць і промислових підприємств. З появою акціонерних комерційних банків закінчилася епоха панування приватних банків і банкірських домів, зазвичай не зацікавлених в інвестиційній діяльності.

У Великій Британії сумарний обсяг депозитів дев'яти основних акціонерних банків Лондону зріс із 18 до 43 млн фунтів. А у США в 1851–1857 рр. кількість банків збільшилася з 824 до 1416, обсяг їхніх кредитних операцій — з 445 до 684 млн доларів. У Німеччині кількість банків зросла більше ніж утричі — з 9 до 29; облікові операції одного лише Пруського банку збільшилися у 8 разів. У Франції кредитні операції *Banque de France* зросли більше ніж утричі — з 1,8 до 5,6 млрд франків³⁴².

«Будь-який підрядник, який хотів побудувати залізницю, мав звернутися до фінансового концерну, заплатити йому величезну премію та одержати від нього гроші у вигляді векселів... Ці векселі потрібно було сплатити лише після закінчення всіх цих грандіозних робіт». Втім, після трьох або шести місяців ці векселі «можна було без кінця продовжувати. Підрядники іноді навмисно вигадували проекти лише для здійснення подібних угод»³⁴³.

Користуючись розширенням кредиту, засновники промислових компаній скоротили до мінімуму частку власного

³⁴² Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrise von 1857–1859 / H. Rosenberg. — Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. — S. 90, 93–95; Guetter F. Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States / F. Guetter, A. McKinley. — Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. — P. 27.

³⁴³ The Times. — 1866. — 14 May.

капіталу, орієнтуючись на позикові кошти. Це прискорювало зростання виробництва, але водночас робило усе більш нестабільним підйом і бум, засновані на кредитах. Загострювало ситуацію масове поширення «дutih» векселів, за якими банки надавали величезні кредити компаніям, власні капітали яких зазвичай були значно менше одержуваних кредитів.

Дуже часто для сплати дutih векселів використовували інші дуті векселі, при цьому акцептантами ставали підставні особи, які насправді не мали ніяких капіталів. Британська парламентська комісія наводила приклад компанії, що торгувала із балтійським регіоном. У 1854 р. ця компанія мала власний капітал 2–3 тис. фунтів, а до 1857 р. узяті нею кредити досягли 100 тис. фунтів. Інша подібна компанія із власним капіталом 10 тис. фунтів мала борги 900 тис. фунтів³⁴⁴. Найбільш курйозним був випадок, коли дрібний службовець, що мав лише 100 фунтів, випустив дуті векселі на 400 тис. фунтів³⁴⁵.

Таким чином «торгівля країни перейшла за допомогою системи депозитних акціонерних банків у руки банди безсовісних спекулянтів», а банки в Ліверпулі й Глазго збанкрутували тому, що «витратили кошти своїх акціонерів і вкладників на спекуляції»³⁴⁶.

У цей час виникла тенденція зрощування банків із промисловими підприємствами, надалі вона набула значного поширення. «За останні роки навіть старі банки... ставали банкрутами внаслідок надто тісного зв'язку з торговельними й промисловими підприємствами... банк, перетворившись із туго стягнутого кокона на яскравого метелика у вигляді товариства з обмеженою відповідальністю, з метою присвоєння підприємницьких прибутків став поєднувати в собі сам банк, залізницю, виробника металу, купця, а також біржового маклера»³⁴⁷.

³⁴⁴ Evans D.M. The History of the Commercial Crisis 1857–1858 and the Stock Exchange Panic of 1859 / D.M. Evans. — L.: Groombridge, 1859. — P. 73–74.

³⁴⁵ Revue Contemporaine. — 1858. — 2 serie, T II. — P. 555.

³⁴⁶ The Times. — 1858. — 15 Jan.

³⁴⁷ The Times. — 1866. — 14 May.

Поява масового ринку цінних паперів

У розвитку ринку цінних паперів у середині XIX ст. був перейдений важливий рубіж (спершу в Англії, а потім у Франції та в інших країнах Європи). Раніше цей ринок не був масовим, і на ньому перебували в обігу переважно облігації, пов'язані з державним боргом. Із середини XIX століття завдяки індустріалізації в багатьох країнах відбувалося формування середнього класу, а його заощадження збільшувалися. Ринок цінних паперів почав приваблювати дрібних інвесторів і став перетворюватися на інструмент для перетворення заощаджень на інвестиції.

Вирішальне значення у створенні масового ринку цінних паперів і перенесенні уваги інвесторів на акції мали в той час залізничні компанії. Створення транспортної інфраструктури відбувалося в багатьох країнах і стало основним напрямом капіталовкладень. Оскільки значення державних облігацій на ринках цінних паперів у другій половині XIX ст. зменшувалося³⁴⁸, інвестори шукали вигідніші інструменти. Ними стали акції та облігації залізничних компаній. Із середини XIX ст. велика маса залізничних акцій та облігацій, доступних для численних дрібних інвесторів, потрапила на біржі. Виник масовий ринок цінних паперів і настав час бурхливої біржової спекуляції, коли швидко отримували величезні прибутки, а потім так само швидко міг настати крах. «Століття дев'ятнадцяте, залізне, воістину жорстоке століття! Століття... економічних доктрин, конгресів, банків, федерацій; століття акцій, рент і облігацій»³⁴⁹.

³⁴⁸ Прибутковість державних облігацій у другій половині XIX ст. поступово знижувалася (для британських облігацій — з 3 % у середині століття до 2,75 % у 1899 р. і 2,5 % у 1903 р.; для французьких, що також торгувалися на Лондонській біржі, — з 4,5 % у середині століття до 3,7 % у 1903 р.) (Homer S. A. A History of Interest Rates / S. Homer, A. Sylla. — New Brunswick: Rutgers University Press, 1996. — P. 192).

³⁴⁹ Блок А. Два века. — <http://www.aai.ee>

*Інформаційна революція
та світові фінансові центри 1850–1860-х років*

Завдяки розвитку засобів зв'язку (телеграфу, а з кінця 1870-х і телефону) обмін інформацією між національними ринками став швидшим і простішим, набувши принципово нової якості. А ринки цінних паперів окремих країн почали поєднуватися в загальну систему. Ці інновації 1850–1860-х років без перебільшення можна назвати «інформаційною революцією», яка стосувалася і фінансової інформації.

Телеграф разом із залізницями та океанськими лайнерами став ключовим елементом глобальної (або майже глобальної) мережі обміну людьми, інформацією, товарами й капіталами. Телеграфні лінії виконували в той час приблизно ту саму функцію, що й сучасний Інтернет, тому телеграф іноді називають «Інтернетом Вікторіанської епохи»³⁵⁰. Втім, на відміну від глобальної мережі Інтернету, що не має одного центру та повною мірою реалізувала принцип мережної структури, серцем світової телеграфної мережі була Велика Британія, особливо Лондон. Британські телеграфні лінії досягли до 1855 р. довжини 14 тис. км, американські — 80 тис. км. У 1851 р. під протокою Ла-Манш проклали телеграфний кабель між Лондоном і Парижем, а в 1858 р. — кабель через Атлантику в США. У 1860-х роках з'явився регулярний телеграфний зв'язок між Лондоном і Нью-Йорком³⁵¹.

З появою телеграфу передача інформації значно прискорилася, а надійність зв'язку зросла. Телеграф зробив значно ефективнішим управління економікою британських колоній безпосередньо з Лондону. І якщо в першій половині XIX століття лондонські підприємці мали чекати відповіді на діловий лист до Індії шість місяців, то з появою телеграфу таку угоду можна було організувати лише за шість годин.

³⁵⁰ Standage T. The Victorian Internet: The Remarkable Story of the Telegraph and the Nineteenth Century's On-Line Pioneers / T. Standage. — N.Y.: Walker and Co, 1998. — P. VIII.

³⁵¹ За кількістю й довжиною підводних телеграфних ліній Велика Британія лідирувала (51,2%), на другому місці була Франція (15,15%) (Wenzlhuemer R. Connecting the Nineteenth-Century World: The Telegraph and Globalization / R. Wenzlhuemer. — Cambridge: Cambridge University Press, 2013. — P. 262).

Після того як основні фінансові центри були з'єднані між собою телеграфним зв'язком за допомогою наземних і підводних кабелів, фінансові ринки різних країн також стали інформаційно пов'язаними між собою. Капіталізація фінансових ринків у Лондоні та Парижі почала швидко зростати, а вартість накопичених цінних паперів становила помітну частку ВВП (зокрема, загальна сума іноземних цінних паперів, що перебували в обігу в Парижі, досягла 8 млрд франків у 1865 р., більше 30 % ВВП Франції, який становив 18 млрд франків).

У цей час поширилася фінансова преса і стала створюватися ще одна, також принципово нова мережа для обміну біржовою інформацією. З 1844 р. в Англії почали видавати відомий журнал *The Economist*, який крім аналітичних оглядових статей публікував біржову інформацію про котирування цінних паперів. У 1850-ті роки в Брюсселі з'явився подібний щотижневик французькою мовою — *La Semaine Financiere*. Видання журналу в Брюсселі та вільний публіцистичний стиль статей дозволяв бути вільним від французької політичної цензури, а це підвищувало незалежність публікацій та якість фінансової інформації. А в 1873 р. Поль Леруа-Больє почав видавати в Парижі журнал *L'economiste Francais*.

З'явилася також і преса, розрахована на інвесторів. У 1856 р. у Франції Альфонс Куртуа опублікував перше видання довідника для інвесторів — *Manuel des Fonds publics et des societes par actions*, у якому були систематизовані всі державні й корпоративні облігації на Паризькій біржі. Довідник мав великий успіх і не раз перевидався (у 1883 р. вийшло восьме його видання). А в 1863 р. у Лондоні *The Economist* став публікувати щомісячний додаток *Investors Monthly Manual*.

Фінансової інформації стало достатньо, а вільний доступ до неї надавав нові можливості тим, хто починав свою діяльність на ринку цінних паперів. А ще доступність інформації створювала новий рівень відповідальності для досвідчених учасників ринку — більше ставало вимог до розкриття інформації, а іноземні емітенти облігацій і акцій тепер мали публікувати інформацію про свій фінансовий стан.

У період розквіту вільної торгівлі й концентрації капіталів, крім основних світових фінансових центрів, де проводили операції із цінними паперами (Лондону, Парижу, Нью-Йорка й Берліну), виникли нові фінансові центри: Петербург у Європі, Токіо, Шанхай і Бомбей в Азії, Сідней в Австралії, Йоганнесбург

в Африці. Фінансові ресурси, втілені в цінних паперах, стали мобільніші, а їхні потоки між основними світовими «столицями капіталу» створили транснаціональну систему фінансових зв'язків, готуючи умови для експорту капіталу та формування загальносвітового ринку цінних паперів.

Британський ринок цінних паперів у період вільної торгівлі

Вікторіанська епоха

Кожен рік правління королеви Вікторії (1837–1901) розширював межі Британської імперії. За словами Дізраелі, «у ті дні Англія була домом лише для небагатьох»³⁵². Британців приваблювали далекі обрії — колоніальна імперія, що охопила майже всю земну кулю, надавала для цього можливості, а океанські пароплави й залізниці спростили переміщення у світі не тільки товарів, а й людей. За рахунок транспортної революції світ став сприйматися як єдиний, і ця єдність світу (нехай навіть уявна) зачаровувала і обіцяла нові безмежні можливості для бізнесу³⁵³. У той час коли «Британія правила морями», як любили говорити у Вікторіанську епоху, кожний підданий королеви міг безпечно дістатися в будь-який кінець світу й так само безпечно довести туди свої товари й капітали. Колись давно так було у Римській імперії.

Торгівля з далекими країнами й пов'язана з нею масова міграція з Англії в колонії призвели до створення у 1850–1870-ті роки великої транснаціональної мережної структури міжнародних торговельних і економічних зв'язків, підготов-

³⁵² Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914). — <http://www.on-island.net>

³⁵³ Втім, пристрасть британців до переселення в далекі країни була зрозуміла далеко не всім: «Хто їздить в Америку та Єгипет! Англіїці: так вже ті так господом богом улаштовані; та й ніде їм жити в себе. А в нас хто поїде? Хіба відчайдух якийсь, кому в житті немає чого втрачати», — казав герой відомого роману І. Гончарова (Гончаров І. Обломов / І. Гончаров. — Гл. 3. — <http://www.ilibrary.ru>).

ляючи умови для епохи експорту капіталу наприкінці XIX — початку XX століття. Ідеї вільної торгівлі почали популяризувати в Англії ще книги «Багатство народів» Адама Сміта та «Принципи політичної економії» Девіда Рікардо. У 1846 р. в Англії в односторонньому порядку знизили ввізні мита на багато товарів, а в 1853 р. імпортовані сировину й напівфабрикати повністю звільнили від мит. На промислові товари мита не повинні були перевищувати 10 % їхньої вартості³⁵⁴. У 1850-ті роки значення експорту для Великої Британії помітно зросло — у 1857–1860 рр. близько 20 % продукції британської промисловості експортувалося, а із приросту продукції промисловості у 1847–1857 рр. на експорт припадало до 40 %³⁵⁵.

Триумф вільної торгівлі навряд чи став можливим без створення транспортної інфраструктури, заснованої на залізницях і парових суднах³⁵⁶, що вимагало значних фінансових ресурсів, концентрації капіталів і загального зростання економіки. І справді, з 1848 по 1873 р. у британській економіці відзначалися максимальні темпи економічного зростання. ВВП збільшувався в середньому на 2,5 % за рік (у Франції цей показник загалом для XIX ст. становив 1,5–2 %). ВВП на душу населення стабільно підвищувався на 1,2 % за рік, а відсоткова ставка зазвичай не перевищувала 3,5 %³⁵⁷.

Вільям Черчилль, згадуючи слова автора «Історії Англії» Томаса Маколея (уперше опублікована у 1848 р.) про те, що «історія нашої країни за останні сто шістдесят років є історія фізичного, морального й розумового вдосконалення», відзна-

³⁵⁴ Під впливом прикладу Великої Британії у 1846 р. мита знизили в США, а в 1852 р. — у Німецькому митному союзі. У тому самому 1852 р. Франція зняла заборону на ввезення деяких британських товарів, а в 1860 р. уклала з Англією торговельний договір, що відкрив французькі ринки для британських товарів.

³⁵⁵ Mulhall M. The Dictionary of Statistics / M. Mulhall. — L.: Routledge, 1909. — P. 369.

³⁵⁶ На початку XIX століття британським вітрильним кораблям потрібно було від п'яти до восьми місяців, щоб дістатися Індії, а після відкриття в 1869 р. Суецького каналу шлях туди на пароплаві тривав чотири тижні. Залізниці, побудовані в колоніях (на початку XX століття британським інвесторам належало 113 залізниць у 29 країнах від Південної Америки до Африки й Китаю), надали можливість швидко перевозити товари до портів (Брендон П. Упадок и разрушение Британской империи / П. Брендон. — М.: АСТ, 2010. — С. 198, 201).

³⁵⁷ Bairoch P. Europe's Gross National Product: 1800–1975 / P. Bairoch // Journal of European Economic History. — 1976. — № 5. — P. 288.

чає, що «це підбадьорливе зауваження» Маколей «сподобалося сучасним читачам. У країні панував оптимізм. Адже Маколей мав на увазі, що Об'єднане Королівство матиме блискуче майбутнє. І він виявився правим»³⁵⁸.

Англія стала загальноновизнаним лідером у міжнародній торгівлі (20 % загального обсягу торгівлі у 1850 р., 25 % — у 1825 р.). Ця торгівля керувалася та фінансувалася банкірами з лондонського Сіті — не тільки фінансового, але й торговельного центру Британської імперії.

Лондонський порт був тоді найбільшим у світі, а власники кораблів і судноплавні компанії процвітали, так само як і фінансисти на Ломбард-стріт, оскільки саме торгівля, по суті, створила лондонський Сіті. Хоча британська міжнародна торгівля була пов'язана переважно з колоніальною імперією, яка поширилася майже на весь світ, із середини XIX ст. значення колоній для британської економіки стало змінюватися. Із джерела нагромадження первісного капіталу, одержуваного через пряму або непряму експлуатацію (іншими словами — примусового вивезення всього цінного, що можна було вивезти, починаючи від золота й закінчуючи дешевою робочою силою), колонії почали перетворюватися не тільки на джерело сировини для англійської промисловості, але й на ринок збуту для промислової продукції.

У ці роки політика вільної торгівлі стала найдійовішим інструментом експансії британських капіталів³⁵⁹. Так само як і під час попереднього підйому 1840-х років, у 1850–1857 рр. основна сфера інвестування капіталу була пов'язана із залізницями (переважно американськими). Крім США, британський капітал у 1840-х та 1850-х роках широко інвестувався в європейські залізниці — зокрема, британцям належало більше 40 % акцій французьких залізниць. «Англійські фінансисти, директори компаній та інженери були по всій Європі. Англійці

³⁵⁸ Черчилль У. История англоязычных народов. В. 4. Т. 4 / У. Черчилль. — Екатеринбург: Гонзо, 2012. — С. 83–84.

³⁵⁹ У 1831–1856 рр. інвестиційний капітал становив 10,4 % ВВП (у 1800–1830 рр. — 10,3 % ВВП). В акції інвестувалося 0,9 % ВВП (у перші десятиліття XIX ст. — 1,1 %), іноземні інвестиції становили 2,2 % ВВП (у 1800–1830 рр. — 1,7 %). У 1860-ті роки завдяки загальному зростанню ВВП інвестиційний капітал знизився до 7,2 % ВВП, інвестиції в акції залишилися незмінними — 0,9 % ВВП, а іноземні інвестиції зросли більше ніж удвічі — до 4,5 % ВВП (Lee C. H. The British economy since 1700: a macroeconomic perspective / C. H. Lee. — London: CUP Archive, 1986. — P. 51).

переважали серед директорів континентальних залізничних товариств», і значна частина капіталів, вкладених у залізничне будівництво в Європі у 1851–1856 рр., «була англійського походження»³⁶⁰.

З тих часів Англія стала засновником і лідером першого ліберального економічного світового порядку, який остаточно сформувався до середини XIX ст. В основі такого світового порядку було декілька основних ідей, насамперед ідея вільної торгівлі, а також принцип невтручання в підприємницьку діяльність. Доповнювалися ці принципи ліберального світоустрою золотим стандартом (який забезпечував найсприятливіші умови для міжнародного вільного руху капіталів) і мобільністю трудових ресурсів.

Уся історія Британської імперії стала послідовною реалізацією цих ідей (хоча, звісно, у стилі британського імперіалізму), які втілилися в життя в другій половині XIX ст. А період «англійської глобалізації» призвів до поширення ідей економічного лібералізму в багатьох регіонах світу, наочно доводячи, що секрет матеріального добробуту зовсім не в кількості накопиченого золота, а у свободі підприємництва, яка є невіддільною від особистої свободи.

Фінансове серце світу

Лондон став реальним втіленням економічного дива XIX століття та центром глобальної торгівлі. Фінансове серце світу пульсувало в лондонському Сіті — через це місто протікало втричі більше кредитного капіталу, ніж через Нью-Йорк. Саме розвиток міжнародної торгівлі в Британській імперії посилив концентрацію фінансових ресурсів — адже «Вікторіанська епоха пройшла в нагромадженні капіталів суспільства»³⁶¹.

Фінансові операції потребували свіжої інформації, тому Лондон став не тільки фінансовим серцем світу, а й інформаційним. «Тепер новини доступні всім», — невдоволено казав Ротшильд у 1851 році³⁶², коли з'явився телеграф і знаменитий

³⁶⁰ Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. — М.: Издательство Комкадемии, 1928. — С. 119–120.

³⁶¹ Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914). — <http://www.on-island.net>

³⁶² Ferguson N. The House of Rotschild. Vol. 2 / N. Ferguson. — N. Y.: Penguin Books, 2000. — P. 65.

фінансист зі своєю знаменитою голубиною поштою втратив перевагу в одержанні свіжих новин з бірж Європи. Лондон вже тоді був повноцінною маленькою моделлю цілого світу Вікторіанської епохи. Він приваблював до себе не тільки капітали з усього світу, але й людей — журналістів, художників, письменників, а також безліч підприємців різного рівня. Багато людей приїжджали в це місто, щоб зрозуміти, у якому напрямку розвивається цивілізація.

Таким чином столиця Великої Британії стала визнаним фінансовим центром світу. Процеси перетворення Сіті на центр міжнародного масштабу, що розпочалися під час буму іноземних облігацій у 1820-ті роки, нарешті дали свої результати. Конкурентом Лондону в боротьбі за роль фінансового центру світу усе ще залишався Амстердам, але головним суперником був, звичайно ж, Париж. Крім фінансового центру, Лондон став ще й найбільшим торговельним центром — адже Англія була тоді визнаним лідером у світовій торгівлі. Створення транспортної мережі, а особливо поява телеграфного зв'язку, прискорили одержання товарів та інформації. Завдяки цьому виник принципово новий рівень інтеграції товарних і фінансових ринків. Банки й фінансові компанії, що мали свої центральні офіси в Лондоні, розширювали розгалужену мережу регіональних філій. Піднесення Лондону, який перетворився на загальносвітовий фінансовий і комерційний центр, призвело до того, що Англія замість «майстерні світу» (якою вона була на початку XIX століття) стала, за словами Натана Ротшильда, «банком для всього світу»³⁶³.

Уже в той час у Лондоні стали доступними будь-які фінансові послуги, і це місто як магніт притягувало до себе капітал із різних континентів. Безпечний і надійний британський фінансовий ринок під час політичної нестабільності в декількох країнах континентальної Європи й революції 1848–1849 рр. у Франції та германських державах, вважався найкращим місцем для вкладення капіталів континентальних інвесторів. Подібні процеси відбувалися також у 1871–1872 рр. через тривожну обстановку у Франції під час франко-прусської війни 1870–1871 рр. і Паризької комуни 1871 р., коли знову почався відтік фінансових ресурсів з континентальної Європи

³⁶³ King W. History of the London Discount Market / W. King. — L.: George Routledge & sons, 1936. — P. 264.

в Лондон. У цей час депозити в англійських банках досягли 120 млн фунтів (у Франції в цей час обсяг депозитів становив лише 13 млн фунтів).

«Англія набагато перевершує силою свого кредиту Францію, а паризька біржа ледве може задовольнити потреби свого ринку й потреби французької скарбниці; адже саме лондонська біржа є джерелом грошей для всіх держав, які їх потребують. І не тільки Європи, а навіть Америки»³⁶⁴. Лондонську біржу називали «найбільшим з усіх ігорних домів земної кулі»³⁶⁵, і ця біржа «здавна приваблювала до себе юрби спекулянтів із усіх кінців світу»³⁶⁶.

Британські банки

У 1855 р. в Англії працювало 409 банків і 1186 банківських філій, у той час як у Франції на більшій частині її території відчувався дефіцит банківських послуг³⁶⁷. Англійська банківська система виявилася набагато спеціалізованішою, ніж у континентальній Європі. Її центром став Банк Англії, що виконував функції центрального банку. Найбільшими за обсягами капіталів були акціонерні комерційні банки (Joint Stock Banks)³⁶⁸. Частина найбільших банків вважалася торговельними (Merchant Banks)³⁶⁹, такими як Baring Brothers. Окрему

³⁶⁴ Чернышевский Н. Г. Политика 1859 года // Чернышевский Н. Г. Полное собрание сочинений: В 15 т. М.: Государственное издательство художественной литературы, 1949. Т. 6: — С. 155–187.

³⁶⁵ Телескоп. — 1833. — Часть 13. — С. 517.

³⁶⁶ Русский вестник. — 1856. — Т. 5. — С. 181.

³⁶⁷ Значно розширилася мережа британських банків у колоніях після відкриття у 1853 р. Charter Bank у Бомбеї з мережею філій у Калькутті, Шанхаї, Гонконгу та Сінгапури; у 1862 р. — Standard Bank of British South Africa; у 1865 р. — Hong Kong Shanghai Bank тощо.

³⁶⁸ Barclay & Co, Capital and Counties Bank, Lloyds Bank, London and County Banking Company, London and Provincial Bank, London and South Western Bank, London and Westminster Bank, London City and Midland Bank, London County and Westminster Bank, London Joint Stock Bank, National Provincial Bank of England, Union of London and Smiths Bank.

³⁶⁹ Baring Brothers & Co, Brown, Shipley & Co, Erlanger & Co, Fleming & Co, Hambro & Son, Kleinwort, Sons & Co, Morgan, Grenfell & Co, N. M. Rothschilds & Sons, J. Henry Schroder & Co та інші.

групу становили колоніальні банки (Colonial Banks)³⁷⁰. Із приватних банків (Private Banks)³⁷¹ найбільшим став Glyn, Mills, Currie & Co. Частиною банківської системи були також дисконтні дома (Discont House)³⁷².

Із правової точки зору серед британських банків існувало три групи: приватні банки, торговельні банки й дисконтні дома. Однак на практиці за своїми функціями британські банки початку ХХ століття можна було розділити на два типи — клірингові та торговельні. Клірингові банки (Clearing Banks) акумулювали депозити й видавали кредити. До них належали найбільші британські комерційні банки — члени Лондонської клірингової (розрахункової) палати. Торговельні банки (Merchant Banks) спеціалізувалися на акцептуванні векселів, а також випуску й розміщенні іноземних позик.

Хоча Волтер Бейджхот у 1870 році заявляв, що «я не можу уявити собі нічого кращого (як теоретично, так і щодо практичної успішності), ніж приватні банки, якими вони були на початку своєї історії»³⁷³, насправді вже із другої половини ХІХ століття приватні банки здавали свої позиції. Вони стали пережитком минулого, коли приватні банкірські дома (особливо Ротшильдів) справді були наймогутнішими у світі фінансів. Але з часом їх заміняли акціонерні комерційні банки. Кількість приватних банків швидко скорочувалася, насамперед у провінції³⁷⁴. У Лондоні приватні банки зберігалися дещо довше (вони були пов'язані з капіталами родової аристократії), але й там виживали лише найбільші, такі як

³⁷⁰ Anglo-Egyptian Bank, Anglo-South American Bank, Bank of Australasia, Chartered Bank of India, Australia and China, Hongkong and Shanghai Banking Corporation, London and Brazilian Bank, London and River Plate Bank, London Bank of Australia, Mercantile Bank of India, National Bank of Egypt, National Bank of India, Standard Bank of South Africa, Union Bank of Australia.

³⁷¹ Серед приватних банків можна відзначити Cocks, Biddulp & Co, Coutts & Co, Cox & Co, Glyn, Mills, Currie & Co, C. Hoare & Co, Holt & Co, Martins Bank Limited.

³⁷² Alexander & Co Limited, Allen, Harvey & Ross, Brightwen & Co, R. Cunliffe & Co, Hohlet & Co, Kind and Foa, White and Shaxson.

³⁷³ Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. — London: E. P. Dutton, 1910. — P. 269.

³⁷⁴ У 1810 р. у Великій Британії було 780 провінційних приватних банків, у 1825–1826 рр. — 554, у 1844 р. — 273, у 1884 р. — 172, у 1904 р. — 35 (Cassis Y. City Bankers, 1890–1914 / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — P. 16).

банк братів Берингів. Акціонерні комерційні банки з'явилися у Великій Британії давно, після видання законів 1826 і 1833 рр., які створили правову основу для створення таких банків. Спершу вони були зосереджені тільки в Лондоні та його передмістях, а згодом стали поширюватися³⁷⁵.

Торговельні банки, ця специфічна частина британської фінансової системи, стали особливо численними у другій половині XIX століття. Основним їхнім завданням був акцепт векселів, які використовувалися в товарних операціях зовнішньої торгівлі, тому ці банки часто називали «акцептними будинками» (Accepting Houses). Виникнення таких банків спричинило збільшення обсягів зовнішньої торгівлі, яка набула в цей час глобального масштабу³⁷⁶.

Початок підйому 1850-х років

Вихід із кризи 1847 р. і наступного економічного спаду відбувався в різних країнах неодноразово. Перші ознаки поліпшення почалися у Великій Британії. Домінуюче положення ан-

³⁷⁵ Поступове витіснення приватних банків акціонерними комерційними наочно показують дані 1891 р. про розміри капіталів і депозитів перших та других банків. Серед приватних банків найбільшими за розміром капіталів і депозитів були Glynn, Mills, Currie & Co (капітал 1,5 млн фунтів, обсяг депозитів 14,043 млн фунтів), Barclay, Ransom & Co (1,0 млн фунтів і 7,969 млн), Coutts & Co (1,0 млн і 6,365 млн). Серед акціонерних комерційних банків лідирували London and Westminster Bank (4,445 млн і 26,123 млн), London Joint Stock Bank (2,963 млн і 11,359 млн), Union Bank of London (2,555 млн і 14,338 млн). Темпи зростання акціонерних комерційних банків у 1891–1914 рр. показують наступні дані про збільшення обсягів їхніх депозитів. У London and Midland Bank вони збільшилися з 8,125 млн фунтів у 1891 р. до 125,732 млн у 1914 р., в Lloyds Bank — з 23,295 млн до 117,657 млн; в Barclay & Co — з 31,715 млн до 61,880 млн. У деяких акціонерних комерційних банках значна частина капіталу перебувала в руках власників великих пакетів акцій (більш 3000 фунтів) — в Barclay & Co 70%. Але загалом ця тенденція не була характерна для британських акціонерних комерційних банків. За даними 1901–1904 рр., у Lloyds Bank великим акціонерам належали 26,3% капіталу, в Union of London and Smiths Bank — 25,4%, в London Joint Stock Bank — 16,9%, у Midland Bank — 15,8%, у National Provincial Bank — 10% (Cassis Y. City Bankers, 1890–1914 / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — P. 20, 47, 70).

³⁷⁶ За обсягом капіталу й загальною сумою акцептів серед торговельних банків у 1914 р. лідирував Kleinwort, Sons & Co (капітал 4,431 млн фунтів, сума акцептів 13,6 млн фунтів), потім йшли J. Henry Schroder & Co (3,0 млн і 11,6 млн), Baring Brothers & Co (1,125 млн і 6,6 млн) та інші.

гійського товарного й фінансового ринків стало очевидним, і будь-які коливання цін на цих ринках одразу ж мали вплив на весь світ. «Як період кризи, так і період процвітання настає на континенті пізніше, ніж в Англії. Первісний процес завжди відбувається в Англії; саме вона є деміургом буржуазного космосу»³⁷⁷.

Після періоду європейських революцій 1848–1849 рр. почалося десятиліття швидкого економічного зростання — у багатьох країнах будували залізниці та великі промислові підприємства, формувалася банківська система. Здавалося б, що могло загальмувати цей прогрес? Однак він вкотре натрапив на перешкоду, приховану в циклічних підйомах і спадах ринкової економіки.

Новий підйом стимулювало відкриття родовища золота у Каліфорнії у 1848 р. і Австралії у 1851 р. Швидке зростання видобутку золота та попит золотоносних районів на продукцію промисловості дали сильний поштовх збільшенню обсягів виробництва в Європі. Золото надходило в банки, стимулюючи розширення кредиту, а це у свою чергу створювало умови для розширення експорту англійських товарів у США. Приплив великої кількості золота, з одного боку, активізував фінансові ринки, а з іншого — призводив до зростання цін. Однак у будь-якому разі він стимулював виробництво в країнах Європи.

Прискорили підйом також і європейські революції 1848 р. Після звісток про них у Великій Британії спершу виникли тривожні настрої, але незабаром «Англія... отримала пряму вигоду від революції, яка сприяла припливу до неї маси капіталів з континенту. Із цього моменту кризи в Англії можна вважати вичерпаною; у всіх галузях торгівлі настало поліпшення, і новий промисловий цикл почався чіткою тенденцією до процвітання»³⁷⁸. У середині 1849 р. під впливом підйому в Англії ознаки поживлення економіки відзначалися також у Німеччині та Франції³⁷⁹.

³⁷⁷ Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 р. / К. Маркс. — <https://www.marxists.org>

³⁷⁸ Энгельс Ф. Третий международный обзор // К. Маркс, Ф. Энгельс. Собр. соч. — Т. 7. — С. 454.

³⁷⁹ Особливо швидко зростали обсяги міжнародної торгівлі, збільшившись із 1840 по 1850 р. на 45% (з 10 млрд марок до 14,5 млрд марок), а з 1850 по 1860 р. — на 85% (з 14,5 до 26,8 млрд марок) (Scherzer K. Das Wirtschaftliche Leben der Volker / K. Scherzer. — Leipzig: A. Dürr, 1885. — S. 638).

Наприкінці 1848 р. активність зросла в експортних операціях і в текстильній промисловості, хоча в металургійній галузі та у залізничному будівництві тривав застій. І тільки у 1850 р. підйом в Англії став загальним. Його основою було нагромадження вільного капіталу, який не знаходив собі застосування під час економічної депресії. Чим більше нагромаджувався такий капітал, тим більше знижувалася дисконтна ставка³⁸⁰. А низька дисконтна ставка, що забезпечувала дешевий кредит, активізувала промисловість і торгівлю.

Державний борг змогли скоротити завдяки «Акту Гладстона»³⁸¹ 1855 р. Цей закон надав уряду повноваження «час від часу брати певну частину безстрокових рент» у фондів внесків ощадних кас, що перебували під контролем National Debt Office, а потім ці безстрокові ренти перетворювати на ренти, що погашаються протягом 30 років. Погашення було врегульоване таким чином, щоб щорічний відсоток прибутку залишався постійними. Завдяки цьому «обсяг погашення, який спершу був не дуже великим, збільшувався з кожним роком». Завдяки «Акту Гладстона» державний борг Англії почав зменшуватися, і це минуло «непомітно для платників, хоча погашення проводилося досить енергійно»³⁸².

Початок нового підйому супроводжувався концентрацією капіталу та масовими злиттями компаній. Із 200 англійських залізничних компаній, які існували у 1846 р., через

³⁸⁰ З 8–15% у жовтні 1847 р. до 2,5–3% у жовтні 1848 р. і до 1,75–2,5% у лютому 1849 р. (Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. — М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. — С. 509).

³⁸¹ Вільям Гладстон (1809–1898) у 1852–1868 рр. канцлер казначейства, потім прем'єр-міністр Великої Британії у 1868–1874 рр., 1880–1885 рр., 1886 р., 1892–1894 рр.

³⁸² У 1885 році, коли закінчився 30-річний період дії акту 1855 р., парламент проголосував за «продовження погашення за допомогою термінових ануїтетів». Так, «завдяки розумній політиці, справу, розпочату Гладстоном у 1855 році, «довели до кінця як найкориснішу постанову англійського фінансового відомства». Це стало однією з причин «підйому державного кредиту». А National Debt Office, керований колегією головних комісарів державного боргу, «забезпечує корисне використання тієї суми, яка щорічно надходить як погашення», розміщуючи її «гарантовані державні папери, причому найвигідніші». Таким чином капітали, накопичені ощадними касами, «використані державним кредитом для придбання ренти й погашення державного боргу, спрямовувалися в інші національні підприємства» (Три великі акти Гладстона. 1855–1861–1870 // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 37. — С. 386).

два роки залишилося тільки 20 найбільших, інші не пережили кризи та економічний спад³⁸³. Держава не підтримувала залізничні компанії, які не могли вижити за умов кризи. У Великій Британії ставлення до централізованої держави та до її втручання в економіку було зовсім іншим, ніж у Франції або Німеччині. Це втручання вважалося деструктивним і шкідливим для економічного зростання, яке забезпечувала індивідуальна ініціатива приватних підприємців. А плануванням залізничного будівництва займалися приватні підприємці, саме вони забезпечували фінансування цих проєктів.

Залізничний бум 1850-х у США, Франції, Німеччині та інших країнах вплинув на британську промисловість. Загальна сума інвестицій в неї становила у 1847–1857 рр. орієнтовно 300–350 млн фунтів (у будівництво залізниць — 125 млн фунтів)³⁸⁴. Настільки швидке збільшення обсягів інвестицій було незвичним навіть для Британії — у таких масштабах воно відбувалося, мабуть, уперше та пояснювалося радикальним розширенням світових ринків з початком епохи вільної торгівлі. Але в цьому розширенні була закладена причина нової кризи, тому що зростання виробництва не відповідало реальним можливостям споживання. Тому воно знову породжувало погрозу надвиробництва, таку саму як у 1830-ті та у 1840-ті роки.

Проміжні кризи 1851 і 1854 рр.

У 1850-х роках активне засновництво та масштабна кредитна експансія призвели до дестабілізації грошового ринку, а спекулятивний ажіотаж на ринку цінних паперів створив дефіцит кредитів. Назривала не тільки грошова, а й загальноекономіч-

³⁸³ Така сама тенденція до злиття й поглинання відзначалася серед залізничних компаній Франції.

³⁸⁴ Хоча англійська залізнична мережа була вже загалом побудована, британський метал, рейки, паровози та інше обладнання експортували в інші країни, забезпечуючи замовленнями промисловість (у 1847–1857 рр. в Англії виплавка чавуну збільшилася на 1,7 млн т, у всіх інших країнах — не більше ніж на 800–900 тис. т. Значно розширилося машинобудування — з 1847 по 1857 р. експорт продукції машинобудування зріс із 1,3 до 3,9 млн фунтів (Commerce and Industry: Tables of statistics for the British Empire from 1815. Edited by William Page. — L.: Constable and Co., Ltd., 1919. — P. 137, 170).

на криза. В Англії у 1853 році було 994 акціонерні компанії, але під час акціонерного буму середини 1850-х років кількість заснованих нових компаній швидко зросла до 4409, з яких 3084 виявилася «дутими». Вони існували недовго — їх поглинула криза 1856–1857 рр.

У 1850-ті роки, під час посилення загального акціонерного ажіотажу, що наближав кризу 1857 р., відзначалося дві невеликі проміжні кризи — нетривала торговельна криза 1851 р. у Франції та криза 1854–1855 рр. в Англії, коли експорт у США скоротився на 27 %, в Австралію — на 59 %. Причина кризи 1854 р. була та сама, що і в попередніх, — переповнення ринків англійськими товарами. Скорочення експорту призвело до того, що багатьом підприємствам довелося зменшувати виробництво, збільшилася також і кількість банкрутств.

Почасти ця криза пояснювалася початком Кримської війни, однак та обставина, що перші ознаки спаду стали помітні наприкінці 1853 р., ще перед тим як Англія та Франція оголосили війну Росії, свідчить про те, що криза 1854 р. мала власні суто економічні причини. До того ж ця криза відчувалася в США, ніяк не пов'язаних із Кримською війною.

Незабаром, у 1856 р., обсяги британського експорту знову зросли на 20 млн фунтів. Засновницька гарячка й спекулятивний біржовий ажіотаж досягли свого апогею. Восени 1855 р. на фінансових ринках почала відчуватися напруженість, а восени 1856 р. у Франції й Німеччині розпочалася ще одна фінансова криза, яка скоро поширилася на Англію та США.

Стан справ на європейських фінансових ринках нагадував переддень кризи 1847 року. Дисконтні ставки підвищилися до 7–9 % у Німеччині, до 6 % у Французькому та 7 % в Англійському банках. Почали знижуватися курси акцій, а на германських біржах у вересні 1856 р. з'явилися перші ознаки панічних настроїв. Відтік золота з Лондону й Парижу настільки посилювався, що виникла погроза для золотих запасів Банку Франції, після чого стали обговорювати можливість припинення обміну його банкнот на золото. Напруженість посилювалася за рахунок біржової спекуляції, яка потребувала капіталів.

Перед початком кризи скрізь вже були очевидні ознаки надвиробництва і переповнені склади. Наприкінці 1856 р. тривожні настрої на фінансових ринках трохи послабшали, але ненадовго. В Англії в передкризовий період обсяг

банківських депозитів зріс майже вп'ятеро, але банки вкладали ці кошти в незабезпечені кредити (переважно вексельні). Коли з'явилися перші ознаки наближення кризи, виявилося, що багато компаній, які взяли кредити, не можуть сплатити векселі в потрібний термін.

Напередодні кризи багатьом в Англії здавалося, що фінансові ресурси, які шукали позичальники, просто безмежні. Але спекулянти намагалися вичавити із кредитної системи надто багато, максимум її можливостей. Адже позичальники прагнули отримати максимальний прибуток, а кредитори були готові на більший ризик. Почалося накопичення величезної піраміди позикового капіталу і незабезпечених кредитів, яка могла обвалитися після першого поштовху.

Фінансова криза 1857 р.

На відміну від інших циклічних криз, крах 1857 року відбувався практично одночасно в Англії, Франції, Німеччині та США, хоча хронологічно він розпочався у США в серпні. Англії він досягнув у вересні-жовтні, інших країн континентальної Європи — у листопаді 1857 р. Таким чином криза 1857–1858 рр. набула світового масштабу. За словами сучасника у листі приятелю, «американська криза... чудова». «Американський крах справді чудовий і ще не минув, — відповідав той через декілька днів. — Вплив на Англію також позначився ... Торгівля тепер порушилася на три-чотири роки»³⁸⁵.

Поштовхом до початку кризи в Англії стала інформація про банківську кризу в США, і через два тижні ця криза досягла англійських банків. Таким чином події в США прискорили початок фінансової кризи у Великій Британії. Першими постраждали компанії, які інвестували капітали в США, за ними хвиля банкрутств торкнулася інших компаній, пов'язаних з Європою, Австралією та британськими колоніями. Криза паралізувала найбільші банки (Liverpool Borough Bank у Ліверпулі, Western Bank of Scotland та City of Glasgow Bank у Глазго, Northumberland and Durham District Bank у Ньюкаслі та інші). Після початку масового вилучення депозитів у цих банках їм

³⁸⁵ Маркс К., Энгельс Ф. Письма / К. Маркс, Ф. Энгельс. — Сочинения [2 изд.]. — Т. 29. — <http://www.library.rksmb.org>

довелося звернутися за допомогою до Банку Англії, але й він міг надати лише обмежену підтримку, тому що його ресурси швидко зменшувалися. За таких умов Банку Англії довелося з 8 жовтня по 9 листопада п'ять разів поетапно підвищувати свою дисконтну ставку з 5,5 до 10 %. До речі, до 10 % банк ще жодного разу у своїй історії не піднімав ставку, але й за такою ставкою на практиці неможливо було врахувати навіть найкращі векселі. Після того як золотий резерв банку знизився з 11,2 млн фунтів 18 липня до 6,7 млн 11 листопада, довелося на деякий час скасувати (як і в 1847 р.) дію Банківського акту Роберта Піля, що визначав залежність емісії банкнот від розміру золотого резерву.

Фінансова криза в Англії досягла своєї вершини. Декілька комерційних банків були змушені призупинити платежі вкладникам — зокрема великий провінційний Borough Bank у Ліверпулі. У Глазго 9 листопада припинив платежі Western Bank of Scotland, що спричинило масову паніку. Вкладники, які приходили в банк за грошми, відмовлялися брати банкноти будь-яких банків; їм було вже однаково, який саме це банк, — усі хотіли тільки золото. Юрба заповнила вулиці Глазго, й влада, побоюючись заворушень, послала в місто війська. Паніка послабшала тільки після того, як стало відомо про прибуття з Лондону запасу золотих монет для сплати вкладникам. Нарешті 12 листопада було ухвалене рішення про додаткову емісію Банком Англії банкнот на суму 8 млн фунтів.

Коли в Англії криза була в розпалі, десятки банків ставали банкрутами, а вкладники втрачали свої заощадження, сучасник подій, німецький економіст Карл Маркс, писав 13 листопада своєму приятелю Енгельсу: «Хоча сам я відчуваю потребу в фінансах, однак з 1949 року я не почував себе так комфортно, як під час цього краху»³⁸⁶, адже криза підтверджувала його ідеї про саморуйнівну сутність капіталізму³⁸⁷.

³⁸⁶ Маркс К., Энгельс Ф. Письма / К. Маркс, Ф. Энгельс. — Сочинения [2 изд.]. — Т. 29. — <http://www.library.rksmb.org>

³⁸⁷ Втім, уже до середини 1858 року криза закінчилася практично у всіх основних країнах, не спричинивши якихось особливих соціальних конфліктів (всупереч очікуванням Маркса). А з 1859 р. почався новий економічний підйом. Таким чином, криза 1857–1858 рр. показала не стільки «саморуйнування капіталізму», як це хотілося б Марксу, а здатність фінансових крахів «випустити пару» за допомогою банкрутств і, очищаючи ринок від слабких учасників, готувати передумови для нового підйому.

Під час кризи чимало було скандалів, пов'язаних із відвертим шахрайством (одним із найгучніших — з Royal British Bank, який використовував різні нечесні схеми для збільшення обсягів підписки на випущені акції). Загальний розмір збитків, спричинених кризою, досяг в Англії 250–300 млн фунтів, зокрема власники паперів збанкрутілих компаній втратили близько 80 млн фунтів. Сучасники вважали, що збитки від фінансової кризи 1857 р. в Англії були удвічі більшими, ніж від кризи 1847 р.

Втім, до грудня 1857 р. фінансова й біржова паніка в Англії відступили на другий план, і в центрі уваги була вже промислова криза. «Європейська криза, центром якої є Англія... змінила свій вигляд... Тепер криза в промисловості виступила на передній план, а грошові утруднення зайняли останнє місце»³⁸⁸.

Початок підйому 1860-х років

Велика Британія швидше інших країн пододала наслідки кризи 1857 р., і вже у 1858 р. досягла докризових показників у промисловості й торгівлі. «Численні банкрутства помітно очистили атмосферу торгівлі. Кораблі знову мали ринкову цінність; товарні склади знову почали будуватися й наповнюватися. Біржі ожили, і мільйонери стали веселішими... ніколи ще не було такої торговельної перспективи, яка знову обіцяла удачу»³⁸⁹. Найдовше криза тривала у Франції, де вона закінчилася тільки у 1860 році.

Після кризи у 1857 р. довелося суттєво переглянути англійське акціонерне законодавство. Акти другої половини 1850-х років і нова версія акціонерного закону (Company Act 1862 р.) мали убезпечити учасників ринку від шахрайства. Однак коли під час наступного підйому заснували з 1856 по

³⁸⁸ «Якщо раніше... центром пожежі був Лондон, тепер ним став Манчестер... Порівняйте, наприклад, лондонські й манчестерські газети за одні дати. Перші, стежачи лише за припливом і відливом золота, сяють від захвату, коли Англійський банк за допомогою нового придбання золота "зміцнює своє становище". Останні похмурі, вони почувають, що це зміцнення куплене за їхній рахунок завдяки підвищенню облікової ставки та падіння цін на їхні товари» (New York Daily Tribune. — 1857. — 15 Dec.).

³⁸⁹ Маркс К. Историческая параллель // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. — Т. XI. — Ч. II. — С. 114.

1868 р. 6994 акціонерні компанії, з них 5321 знову виявилися «дутими». Особливо частими були випадки, коли промислові підприємства перетворювали на акціонерні компанії з метою спекуляції на біржі випущеними акціями, хоча в структурі самого підприємства при цьому практично нічого не змінювалося. Реально сплачений капітал в цих товариствах зазвичай не перевищував 20 % номінальної суми акціонерного капіталу. Більшість цих компаній не пережила чергового акціонерного краху 1865–1867 рр.

У 1859 р. розпочався новий економічний підйом і значно розширився експорт — у 1866 р. сукупні обороти британської зовнішньої торгівлі досягли 534 млн фунтів. Крім загального промислового потенціалу, розширенню британського експорту сприяло також і розширення колоніальної імперії (у 1860 р. у британських колоніях проживало 145 млн осіб, у 1876 р. — 252 млн осіб). У колонії надходило близько 30 % британського експорту, значна його частина також йшла в Китай, Туреччину, Персію, які не були британськими колоніями, але перебували під британським впливом.

Зростало значення експорту британського капіталу, який зріс із 75 млн фунтів у 1815–1830 рр. до 120–165 млн фунтів у 1830–1854 рр. і 260 млн фунтів у 1860–1867 рр. І хоча криза 1866 р. на деякий час загальмувала експорт капіталу³⁹⁰, вона не змінила саму тенденцію.

Розширення експорту капіталу стає зрозумілим, якщо задуматися про темпи зростання британського національного доходу (показник, умовно близький до ВВП) — він збільшився із 646 млн фунтів у 1851 р. до 814 млн фунтів у 1864 р. і 961 млн фунтів у 1867 р.³⁹¹ Власники надлишкових капіталів шукали вигідні способи інвестування за межами Британії. Спершу, з 1830-х по 1850-ті роки надлишкові капітали інвестували в США, а з 1860-х років їх стали вкладати в бізнес переважно в колоніях, насамперед в Індії.

³⁹⁰ «На щастя, англійський капітал зараз не цікавиться іноземними позиками. Ми кажемо “на щастя”, тому що це є важливою гарантією миру в Європі... Найбільш нужденні уряди в Європі — іспанський російський, австрійський — не можуть тепер зайняти й шести пенсів на Ломбард-стріт» (The Economist. — 1867. — 14 Sept. — P. 1037–1038).

³⁹¹ Stamp J. British Incomes and Property / J. Stamp. — London: King, 1927. — P. 427.

Крім звичного для британських інвесторів вкладення капіталів у розміщені в Лондоні іноземні облігації країн Європи та Південної Америки, іноземні позики надавав також і британський уряд. У 1860–1869 рр. такі позики, що використовувалися для посилення політичного впливу Англії, надавали Росії (60,0 млн фунтів), Туреччині (47,2 млн фунтів), Єгипту (27,2 млн фунтів), Мексиці, Бразилії й Перу (загалом на 34,7 млн фунтів), Португалії (17,5 млн фунтів), Італії (21,4 млн фунтів)³⁹².

Криза 1866 р. в Англії

Сказати, що фінансова криза 1866 р. почалася зненацька, було б неправдою. Напруження на фінансових ринках Англії та інших європейських країн відзначалися починаючи з 1864 р., коли економічний підйом ще був у самому розпалі. У травні 1864 р. дисконтну ставку Банку Англії тимчасово підвищили з 3 % до 9 %. Таким чином кризу вдалося відкласти на якийсь час, хоча експансія кредиту, що віддаляла кризу, лише збільшувала її масштаби. Незабаром ставку знову знизили.

Тим часом напруження на фінансовому ринку посилювалося, і це впливало на подальші зміни облікової ставки Банку Англії. У середині 1865 р. з 3 % її знову підвищили до 4,5 % наприкінці вересня, потім до 7 % на початку жовтня, і до 8 % у січні 1866 р. «Уже на початку року публіку попереджали, що вона має готуватися до кризи, коли неможливо буде дістати гроші не тільки під 10 %, але, може, навіть під 12, 15 або 20 %... Причини паніки формувалися поступово протягом майже трьох років», коли «спекуляцію стимулювало виготовленням фінансових векселів на мільйони й мільйони»³⁹³.

Загальна напруженість на фінансовому ринку продовжувала зростати, достатньо було найменшого поштовху для обвалу і кризи. Паніка розпочалася в п'ятницю, 11 травня 1866 р., після повідомлення про банкрутство банкірського дому Overend and Co, тоді одного з найбільших. Банкірський дім надав великі кредити залізничним компаніям, і після бан-

³⁹² Jenks L. The Migration of British Capital to 1875 / L. Jenks. — N. Y.: A. A. Knopf, 1927. — P. 421–423.

³⁹³ The Times. — 1866. — 14 May.

крутства двох з них виявився неплатоспроможним з боргами 10 млн фунтів.

Втім, це банкрутство також не було несподіваним — його причини накопичувалися давно. «Паніка, яка до останнього часу обмежувалася головним чином акціями фінансових товариств, поступово поширилася на прості цінні папери. Усі без винятку ринки відчували падіння». На біржах було «загальне сум'яття й втрата довіри», і «серед фірм, на яких паніка сьогодні найбільше вплинула, була насамперед Overend and Co»³⁹⁴.

Колапс Overend and Co поставив акціонерів перед фактом величезних збитків і спричинив дестабілізацію декількох банків. Уся ця історія шкодила репутації Сіті як світового фінансового центру. Адже стабільність і надійність були принципово важливі для престижності такого фінансового центру.

У «чорну п'ятницю» 11 травня в Лондоні, «охопленому панікою... панував страх... Юрби людей осаджували двері найшановніших банківських домів... Маса народу, що заповнила Ломбард-стріт, зробили цю вузьку вулицю непрохідною... Чутки не жаліли нічиєї репутації. Кожен збільшував і збуджував підозри сусіда... Здавалося, що страх і недовіра торговельного світу стали раптом безмежними». Таким чином банкрутство Overend and Co перетворилося на справжнє «національне нещастя»³⁹⁵.

Власники цінних паперів почали від них поспішно позбуватися і викинули на ринок величезну кількість акцій, що спричинило різке падіння їхніх курсів на десятки відсотків, а для акцій деяких банків і фінансових компаній навіть у два-чотири рази. Тільки за один день збитки від різниці курсів досягли 130 млн фунтів, і навіть через пів місяця, коли паніка вже заспокоїлася, величезна кількість цінних паперів загальною вартістю 1 млрд фунтів не мала ніякого попиту, а кредит можна було отримати тільки під заставу державних облігацій³⁹⁶.

Банки й кредитні товариства, біля яких збиралися натовпи вкладників, почали вилучати свої резерви в Банку Англії, що створило загрозу його банкрутства. Дисконтну ставку довелось підвищити до 10%, і Банк Англії розширив кредиту-

³⁹⁴ The Times. — 1866. — 30 April.

³⁹⁵ The Times. — 1866. — 11 May.

³⁹⁶ The Times. — 1866. — 24 May.

вання комерційних банків, які опинилися у скрутному стані (у травні обсяг кредитів збільшили з 31,7 до 44,3 млн фунтів). Паніку вдалося погасити, але зростання кількості банкрутств тривало, поки не досягло максимуму в 1868 р.

Фінансова криза травня 1866 р. за межами Великої Британії не мала помітного впливу на фінансові ринки інших країн. Якщо «у 1857 р. причиною паніки стала промислова криза, то у 1866 р. паніку випадково спричинила катастрофа великого банку... Передчасне банкрутство фірми Overend and Co, яке створило кредитну кризу 1866 р., запобігло промисловій кризі, яку можна було б очікувати в найближчому майбутньому». Тому «криза 1866 р. стала не промисловою, а кредитною кризою»³⁹⁷. Загалом криза 1866 р. відбувалася не в таких драматичних і гострих формах, як криза 1857 р., з причини нерівномірності її впливу на різні країни та галузі промисловості. Тому якщо кризу 1857 р. зазвичай вважають світовою, то кризу 1866 р. найчастіше розглядають як локальну, тому що вона стала найпомітнішою у Великій Британії.

Британський ринок цінних паперів у 1860-ті роки

Внаслідок загальної концентрації капіталів вартість цінних паперів, що перебували в обігу на Лондонській біржі, зросла з 1,2 млрд фунтів у 1853 р. до 1,7 млрд у 1863 р., а потім до 2,3 млрд у 1872 р. і 7 млрд у 1903 р. (загалом у 7,5 раза)³⁹⁸. Створення залізничної мережі потребувало значних капіталовкладень, у зв'язку із чим в Англії загальна вартість цінних паперів, що використовувалися для фінансування залізниць, збільшилася з 245,8 млн фунтів у 1850 р. до 1176 млн фунтів у 1900 р.

Якщо спершу для цього фінансування використовувалися залізничні облігації, то потім більшого значення набували

³⁹⁷ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. — СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. — С. 128.

³⁹⁸ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 84; Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 62.

акції. У 1853 р. загальний обсяг обігу цінних паперів залізничних компаній досяг на Лондонській біржі 194 млн фунтів (70 % від загального фінансування залізниць), хоча й становив лише 16 % всіх операцій, поки ще значно поступаючись урядовим облігаціям (70 % обсягу операцій).

До 1873 р., коли створення британської залізничної мережі було на 70 % завершено (в це було вкладено 630 млн фунтів, і 60 % цієї суми — після 1850 р.), загальна сума обігу цінних паперів залізничних компаній збільшилася до 374 млн фунтів. На другій стадії будівництва британських залізниць у їхньому фінансуванні крім «залізничного банку» Glyn Mills взяли участь великі банкірські дома Ротшильда та братів Беринг.

Масовий випуск залізничних акцій мав вирішальне значення для розвитку британського ринку цінних паперів, який не тільки значно збільшився в обсязі, а й почала змінюватися його структура. Оскільки значення державних облігацій знижувалося, а значення акцій зростало, у 1900 р. залізничні акції та облігації становили 44 % операцій на Лондонській біржі.

На початку 1870-х, напередодні кризи 1873 року, знову активізувалося вивезення капіталу з Англії. У 1860–1866 рр. у Лондоні продавали в середньому на 33 млн фунтів іноземних цінних паперів щорічно, а в 1867–1876 рр. — вже більше ніж на 60 млн фунтів за рік; серед них переважали цінні папери зі США. Загалом з 1866 по 1876 р. в Англії інвестували в іноземні цінні папери 0,5 млрд фунтів. А ринкова вартість цінних паперів, що перебували в цей час в обігу на британському ринку, перевищувала 3 млрд фунтів, і вони давали річний дохід 50–60 млрд фунтів. Це збільшувало загальну масу вільних капіталів і сприяло його експорту. Зокрема, у 1866–1875 рр. самих лише російських державних облігацій було розміщено в Англії на 110 млн фунтів, ще більше облігацій США — на 120 млн фунтів.

У середині XIX століття всі британські акціонерні компанії (за винятком Банку Англії) мали провести первинне розміщення акцій та зібрати акціонерний капітал ще до того, як починати практичну діяльність. Швидке зростання британського ринку акцій і його наповнення різноманітними цінними паперами призвели до того, що незабаром британські інвестори Вікторіанської епохи опинилися в світі справжнього фінансового капіталізму.

Фінансовий капіталізм, що зародився в Амстердамі, досяг свого розквіту у Лондоні. Однак виникає враження, що самими британцями вся ця «віртуальна реальність» фінансового капіталізму та світу цінних паперів сприймалася спокійно — як щось очевидне, без того драматичного пафосу проти-ставлення «реального» і «фіктивного» капіталу, який привніс в усе це Карл Маркс. Адже на практиці «фіктивний» (якщо взагалі є сенс використовувати таке слово) капітал існував з тих незапам'ятних часів, коли виникли кредитні відносини й перші боргові зобов'язання.

Індустріалізація у Франції та ринок цінних паперів

Франція в епоху Другої імперії

Початок правління Наполеона III (у 1848–1852 рр. — президент, у 1852–1870 рр. — імператор Франції) стало завершенням періоду економічної стагнації, що виникла внаслідок економічної політики Наполеона I. Розвиток підприємництва та процеси індустріалізації тривалий час гальмувалися сильною традицією меркантилізму з її негативним ставленням до ідеї вільної торгівлі. Впливова спадкова аристократія — великі землевласники, які жили на ренту, — не була зацікавлена в розвитку підприємництва й промисловості. За поширеними в суспільстві уявленнями, державна служба вважалася престижнішою, ніж комерція, а впливова у французькому суспільстві соціальна група творчої еліти також висловлювала ворожість до підприємництва.

Такі настрої можна бачити в творах Оноре де Бальзака, де символами жадібних і готових на все заради прибутку фінансистів стали негативні образи лихваря Гобсека й банкіра барона Нусингена. «Із усіх земних благ є тільки одне, достатньо надійне, щоб людині гнатися за ним. Це... золото. У золоті

зосереджені всі сили людства», — казав Гобсек. А барон Нусінген (сучасники вважали, що його прототипом був барон Джеймс Ротшильд) заявляв, що він вищий за «закони чесності», і це допомагає йому примножувати багатство³⁹⁹.

Залізничний бум 1850-х років

У 1840-ві роки Франція помітно відставала від Німеччини в розвитку залізничної мережі, але у 1850-ті почала її наздоганяти. Як і в інших країнах, будівництво залізниць прискорило процеси індустріалізації під час економічного підйому 1850-х років — незабаром обсяг промислового виробництва досяг 40% британського. Залізнична мережа у Франції розвивалася швидко — якщо у 1840-ві роки побудували тільки 1,860 км залізниць (в Англії — 5,900 км), то у 1850-ві — вже 3000 км (в Англії — 10 000 км), а в 1870-ті — 20 000 км (в Англії — 25 000 км)⁴⁰⁰.

Оскільки у Франції втручання централізованої держави в економіку вважалося позитивним і конструктивним (бо в іншому разі у французькій економіці нібито почнеться анархія та розгул спекуляції, як у часи Джона Ло), багато хто очікував, що уряд націоналізує залізниці. Але зробити це не вдалося — фінансові можливості уряду були обмежені. Однак суворий контроль над залізничним будівництвом уряд запровадив. Тому планування розвитку мережі залізниць і фінансування її будівництва відбувалося централізовано.

Спершу залізничне будівництво фінансували великі приватні банки, зокрема банкірський дім Джеймса Ротшильда інвестував 51 млн франків у будівництво у 1846 році лінії з Парижу в Ліль. У 1848–1851 рр. близько 70% залізничних проєктів фінансувалося урядом з державного бюджету (на початку 1840-х років — близько 30%). Надалі, до кінця 1850 р., частка державного фінансування в цих проєктах зни-

³⁹⁹ Бальзак називав його «Наполеоном біржі». Нусінген тричі удавав, що збанкрутував з метою обдурити вкладників. Але це не перешкодило йому потім стати командором ордена Почесного легіону.

⁴⁰⁰ Hau M. Entrepreneurship in France / Hau M. // The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times [Ed. by D. S. Landes]. — Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. — P. 305.

зилася до 10 %. У цей час прибутковість французьких залізниць підвищилася з 22 тис. франків на 1 км дороги у 1847 р. до 25 тис. у 1853 р. і 30 тис. у 1855 р., що приваблювало більше інвесторів. Обсяг капіталів, вкладених в залізничне будівництво, зростав — з 1852 р. по 1869 р. він збільшився з 1 млрд франків до більш ніж 7 млрд.

Виробнича потужність французьких підприємств у різних галузях у ці роки підвищилася у 1,5–3 рази. Загальний обсяг інвестицій у виробничі компанії (крім залізничних) у 1850–1857 рр. досяг 4,5 млрд франків; інвестиції в залізницю — 2,7 млрд франків (тільки за один рік, з 1855 по 1856 р. вони становили 1025 млн франків). У міське будівництво (насамперед у Парижі) вкладали у середньому по 200–300 млн на рік⁴⁰¹. Таким чином промисловий підйом 1850-х років став для Франції, як і для Німеччини, вирішальним рубежем на шляху до індустріалізації.

З фінансуванням будівництва залізниць був пов'язаний і початок експорту французьких капіталів, що інвестувалися в залізничні проекти в Іспанії, Австрії, Росії та інших країнах⁴⁰². Оскільки промисловість Франції значно відставала у своєму розвитку від британської, експорт капіталу мав лихварський характер, і про розширення експорту французьких товарів, пов'язаних із будівництвом залізниць, у 1850-ті роки ще не йшлося.

Засновництво 1850-х років і акціонерний банк Credit Mobilier

У Франції економічний підйом і засновницький бум 1850-х років став особливо бурхливим. Його масштабність пояснювалася тим, що в ньому нарешті взяла участь фінансова аристократія, яка загалом спокійно пережила революцію

⁴⁰¹ Lévy-Leboyer M. Histoire économique et sociale de la France depuis 1848 / M. Lévy-Leboyer. — Paris: Cours de Droit, Institut d'études politiques, 1951–1952. — P. 177; Vialles P. La Consommation et les crises économiques, thèse pour le doctorat, par Pierre Vialles / P. Vialles. — Paris: V. Giard et E. Brière, 1903. — P. 307–308.

⁴⁰² За деякими оцінками (мабуть, перебільшеним), тільки в цінні папери російських залізниць інвестували близько 500 млн франків (Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. — Berlin: Ayer Publishing, 1890. — P. 319–320).

1848 року, попри всі радикальні гасла, спрямовані проти її впливу. Головний осередок фінансової аристократії, Банк Франції, у 1848 р. врятували від банкрутства після оголошення фіксованого курсу банківських білетів. До того ж, коли у 1849–1851 рр. близько 70 % інвестицій у залізничні проекти взяла на себе держава, ці проекти (так само як і випуск державних позик) широко використовувалися фінансовою аристократією для свого збагачення за рахунок численних пільг у придбанні цінних паперів за мінімальною ціною. Значно збагатилася фінансова аристократія також і під час масової перебудови Парижу в середині XIX ст.

На початку підйому 1850-х років у березні 1852 р. заснували банки сільськогосподарського (Credit Agricole) і земельного кредиту (Credit Foncier)⁴⁰³, а в листопаді за підтримки Наполеона III створили банк Credit Mobilier, спершу з метою посилення впливу на біржі групи наближених до імператора осіб. Банк фінансував заснування великої кількості нових промислових компаній з метою одержання прибутку від спекуляції їхніми акціями; розвиток виробництва не входив до пріоритетних для банку напрямів діяльності.

Акціонерний банк Credit Mobilier, організований за прикладом британських акціонерних банків і з фінансовою допомогою Ротшильдів, почав роботу 18 листопада 1852 р. Основними його засновниками стали банкіри з Бордо брати Еміль та Ісак Перейра⁴⁰⁴. Акціонерний капітал Credit Mobilier становив 60 млн франків і був розділений на 120 тисяч акцій. Банку надали концесію на 99 років, і він отримав право випускати облігації на суму, що вдсятеро перевищувала розмір акціонерного капіталу.

Обсяг операцій банку був величезним (до кінця 1850-х років лише прибутки засновників братів Перейра від французьких залізниць досягли 400 млн франків⁴⁰⁵). За зразком

⁴⁰³ Докладніше про заснування цих банків див.: Szajkowski Z. *Jews and the French Revolutions of 1789, 1830 and 1848* / Z. Szajkowski. — Jersey City, NJ: KTAV Publishing House, Inc., 1970. — P. 925.

⁴⁰⁴ Рудольф Гільфердинг називав братів Перейра «романтиками капіталізму», натакаючи на їхню симпатію до соціалістичних ідей Сен-Симона (Гільфердинг Р. *Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма* / Р. Гильфердинг. — М., 1912. — С. 263).

⁴⁰⁵ Петражицкий Л. И. *Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве* / Л. И. Петражицкий. — СПб.: Тип. министерства финансов (В. Кишбаума), 1898. — С. 82.

Credit Mobilier почали створювати акціонерні банки в багатьох інших країнах континентальної Європи, зокрема в Австрії.

Акумулювавши значні капітали, банк почав фінансувати не тільки будівництво залізниць, пароплавні та страхові компанії, але й організацію декількох нових акціонерних банків, що прискорило індустріалізацію у Франції та в інших країнах континентальної Європи. З кінця 1850-х років у Франції діяло шість найбільших залізничних компаній (Nord, Est, PLM, Quest, Midi, Paris-Orlean), а основним промисловим регіоном стала північ країни (район Ліону, Ельзас і Лотарингія).

Хоча банк братів Перейра стимулював розвиток промисловості, надаючи фінансові ресурси для створення нових підприємств, багато сучасників негативно оцінювали інвестиційну діяльність банку, вважаючи, що вона лише посилювала спекулятивний акціонерний азіотаж. «Щодо результатів діяльності цієї установи, то вони добре відомі та заслуговують на загальне засудження», — відзначав у середині 1870-х років І. Т. Тарасов. — «Шкода від перейрівського засновницького банку поширилася не тільки на Францію, а й на інші держави»⁴⁰⁶.

Банк брав на себе розміщення державних і залізничних позик. Почавши гру на підвищення зі своїми власними акціями, Credit Mobilier виплачував неймовірно високі дивіденди (у 1855 р. 44 %). З 1852 по 1855 р. курс акцій банку на Паризькій біржі зріс утричі; через це підвищилися курси усіх інших акцій⁴⁰⁷.

Починався справжній акціонерний бум. Спекулятивний азіотаж охопив усі шари французького суспільства, зокрема у маленьких провінційних містечках, нагадуючи давно минулі події часів Джона Ло, — адже шанс швидко розбагатіти на акціях приваблював багатьох. Тільки лише за два роки, з 1856 по 1857 р., було засновано більше 700 акціонерних товариств, капітал 226 найбільших з них становив у 1858 р. 4,4 млрд франків (зокрема капітал 13 основних залізничних товариств — 2 млрд франків, 27 кредитно-фінансових товариств — 0,9 млрд франків, 54 промислових — 0,3 млрд франків)⁴⁰⁸.

⁴⁰⁶ Тарасов І. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. — К.: Университетская типография, 1878 (репринт. — М.: Статут, 2000). — С. 101.

⁴⁰⁷ Ormesson W. La grande crise mondiale de 1857 / W. Ormesson. — Paris: Maurice d'Hartoy, 1933. — P. 109.

⁴⁰⁸ Block M. Statistique de la France comparee avec les autres etats de l'Europe / M. Block. — 2 vols. Vol. II. — Paris: Amyot, 1860. — P. 250.

Хоча багато хто критикував акціонерні компанії (їх називали у Франції «анонімними товариствами»), «насправді без них у нас не було б ані залізниць, ані жодного з величезних сучасних підприємств, які оновили світ. Адже ніякого особистого багатства не вистачило б, щоб довести їх до кінця, і жодна приватна особа чи навіть група осіб не захотіли б узяти на себе пов'язаний із цим ризик»⁴⁰⁹.

Історію виникнення банку Credit Mobilier братів Перейра часто вважали одним із епізодів спекулятивного акціонерного буму другої половини 1850-х років. Однак важко заперечувати, що саме завдяки діяльності цього банку (так само як інших інвестиційних банків, створених за його прикладом) стало можливим спорудження залізниць, шахт, промислових підприємств у багатьох країнах Європи. Незважаючи на фінансову допомогу Ротшильдів під час заснування банку, Credit Mobilier почав проводити самостійну політику й став конкурувати з могутніми фінансистами. Це зрештою і призвело Credit Mobilier до краху в 1867 р.

Криза 1857 р.

Швидке зростання французького ринку цінних паперів загальмувала криза 1857 року, яка була тут (на відміну від Великої Британії) переважно біржовою, і мало вплинула на промисловість. Курси цінних паперів акціонерних компаній (насамперед залізничних) були сильно завищеними, і коливання курсів на Паризькій біржі відзначалися ще в 1856 році. Після того як у США, а потім в Англії почалася банківська криза, у Франції відбулося обвальне падіння курсів цінних паперів французьких компаній. До середини листопада 1857 року акції банку Credit Mobilier, який брав участь в ризикованих інвестиційних проєктах, втратили до 60 % вартості. Знецінилася також більшість акцій залізничних компаній.

Криза 1857 р. у Франції мала не настільки гостру форму, як у США або Англії, хоча кількість банкрутств збільшилася вже у 1856 р., і особливо у 1857 р. Загалом у 1856–1858 рр. збанкрутувало 12 тисяч дрібних та великих компаній, а падіння курсів усіх акцій розорило багатьох інвесторів. До кінця

⁴⁰⁹ Золя Э. Деньги / Э. Золя. — <http://www.lib.ru>

1857 р. курси акцій знизилися порівняно з їхнім рівнем у середині 1856 р. приблизно удвічі (акції *Credit Mobilier* — у 2,8 раза), зокрема Французької Східної дороги — в 1,5 раза. Дисконтну ставку в Парижі під час кризи 1857 р. підвищили до 10%⁴¹⁰.

Хоча фінансова криза 1857 р. у Франції була не настільки бурхливою, як у США промислова криза, що розпочалася потім, виявилася достатньо глибокою. Залізничне будівництво скоротилося втричі, відповідно приблизно удвічі зменшився обсяг випуску продукції в металургійній промисловості. У текстильній промисловості ціни впали на 30–40%, а обсяг промислового виробництва зменшився у середньому на 16%⁴¹¹. У Парижі припинили широкомасштабне будівництво, після чого без роботи залишилося багато будівельників.

Підйом 1860-х років і криза 1867 р.

У Франції, як в інших країнах Європи, у 1860-ті роки розпочався засновницький бум — британський «Економіст» писав про «пробудження Європи»⁴¹². Кількість нових акціонерних компаній збільшилася зі 108 у 1861 р. до 269 у 1865 р. і 225 у 1866 р. Обсяг операцій на ринку цінних паперів знову почав зростати, хоча значна частина акцій і корпоративних облігацій торгувалася не на біржі, а на позабіржовому ринку.

Особливо грандіозним став проект з будівництва Суецького каналу. У 1858 році французький дипломат де Лессе отримав від правителя Єгипту Саїда Паші концесію на прокладання каналу, після чого заснували Об'єднану компанію Суецького морського каналу (*Compagnie Universelle du Canal Maritime de Suez*). Більшістю акцій володіла Франція, меншою частиною — Єгипет. Численні фінансові зловживання й скандали навколо проекту Суецького каналу, відкритого в 1869 р., описав Еміль Золя в романі «Гроші».

Головний герой, підприємець Саккар, який мав чималі збитки на попередніх операціях, приїжджає в Париж із гран-

⁴¹⁰ Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrisis von 1857–1859 / H. Rosenberg. — Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. — S. 130–131.

⁴¹¹ *Journal des Economistes*. — 1858. — Т. 18. — Р. 214.

⁴¹² *The Awakening of Europe // The Economist*. — 1860. — № 866. — March 31. — Р. 335–336.

діозними планами створити Загальну компанію об'єднаного пароплавства, пов'язані з нею інші комерційні підприємства, а також декілька банків. Починається все з бурхливого польоту фантазії Саккара. Підприємці насамперед «заволодіють Середземним морем, вони його завоюють за допомогою Загальної компанії об'єднаного пароплавства... він перераховував усі порти прибережних країн, де будуть створені гавані... поєднуючи напівзабуті спогади про античний світ з азартом біржового гравця, він прославляв це море, єдине, яке було відомо в стародавні часи, це синє море, навколо якого розцвітала цивілізація, хвилі якого омивали прадавні міста — Афіни, Тир, Александрію, Карфаген, Марсель, — міста, що створили Європу». У цій книзі Золя мальовничо зображує процес акціонерного засновництва, сплеск ентузіазму та подальшу акціонерну гарячку, яка затьмарює розум навіть найбільш тверезих учасників. Головне у будь-якому акціонерному бумі — грандіозний масштаб задумів, нестримний політ фантазії. «Де одні тільки камені та колючки... виросте спершу селище, потім місто... Ми очистимо всі ці гавані... Океанські пароплави будуть приставати там, де зараз не можуть пристати навіть човни... Землю розорють, будуть проведені дорогі й канали, виростуть нові міста... Гроші зроблять усі ці чудеса». Потім «у країні побудують багато заводів... створять банки та синдикати для процвітаючих галузей промисловості»⁴¹³.

Під час підйому першої половини 1860-х років збільшився експорт капіталу із Франції, хоча його масштаби були значно меншими, ніж експорт капіталу з Англії. *Credit Mobilier* інвестував капітали в залізничне будівництво в Іспанії, Австрії, Португалії, Італії, а також брав участь у створенні в цих країнах іпотечних банків. «Французька біржа була заповнена акціями та облігаціями португальських, італійських, австрійських, російських та інших залізниць»⁴¹⁴. Однак загалом бум 1860-х років був не настільки сильним, як в Англії, — позначився затяжний характер кризи 1857 р. у Франції, через що в першій половині 1860-х років на французькому фінансовому ринку відчувалися постійні утруднення.

⁴¹³ Золя Э. Деньги / Э. Золя. — <http://www.lib.ru>

⁴¹⁴ Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. — СПб.: Тип. т-ва «Общественная польза», 1908. — С. 102.

Восени 1867 р. у Франції розпочалася фінансова криза, безпосередньо не пов'язана з англійською кризою травня 1866 р. Падіння курсів акцій виявилось так само сильним, як і під час кризи 1857 р.; зросла кількість банкрутств. Збитки інвесторів були величезними, тому що акції деяких найбільших компаній знизилися в ціні у два-три рази. Цінні папери французьких залізниць залишалися відносно стабільними, тому що їхню прибутковість гарантувала держава, однак значно знизилися в ціні акції іноземних доріг у Португалії, Іспанії, Італії та інших країнах, у які вклали великі капітали французькі інвестори. Деякі із цих залізничних компаній оголосили про своє банкрутство, що створило серйозні проблеми для французького банку *Credit Mobilier*, помітну частину капіталів інвестували в залізничні проекти в різних країнах Європи. Загальні збитки залізничних компаній, з якими був пов'язаний *Credit Mobilier*, досягли в 1867 р. 591 млн франків. Курс акцій банку знизився з 877 франків у січні 1866 р. до 134 франків у жовтні 1867 р., і цей найбільший банк змушений був призупинити платежі. Після цього на Паризькій біржі почалася загальна паніка.

Ринок цінних паперів і Паризька біржа

Паризька біржа в 1850–1870-ті роки стала основним організованим ринком цінних паперів. «Паризька біржа — один з найпрекрасніших будинків у місті»⁴¹⁵. Хоча сучасники іноді писали, що «свою жвавість Паризька біржа... втратила» переважно «внаслідок ряду заходів, що обмежували спекуляцію», ця біржа і в другій половині XIX ст. залишалася «переважно ігорним домом»⁴¹⁶.

«Східці та колонада біржі були до того заповнені юрбою, що здавалися чорними... а під годинником, де вже зібралася й діяла куліса»⁴¹⁷, почався гул ажіотажу, схожий на рокіт хвилі, що піднімається, і заглушає звичайний міський шум. Перехожі оберталися, із страхом думаючи про те, що відбувається в цьому будинку... недоступне для більшості французів таїнство фінансових операцій, де серед цієї тісноти й несамо-

⁴¹⁵ Живописное обозрение достопамятных предметов из наук и искусств. — 1837. — Т. 3. — С. 159.

⁴¹⁶ Вестник Европы. — 1869. — Т. 4. Кн. 7. — С. 161, 164.

⁴¹⁷ Так в Парижі називали позабіржовий ринок.

тих криків люди незбагненим чином раптом розоряються або наживають багатство»⁴¹⁸.

Право займатися операціями із цінними паперами на біржі традиційно мали лише професійні маклери — *agents de change*, які користувалися послугами найнятих ними клерків. Кількість маклерів постійно зростала (наприкінці XIX ст. вона досягла 70), але однаково не відповідала обсягу операцій на ринку цінних паперів, який сильно збільшився. Тому значна частина іноземних і корпоративних цінних паперів перебували в обігу на позабіржовому ринку⁴¹⁹, а Паризька біржа спеціалізувалася переважно на операціях з державними облігаціями та акціями французьких залізничних компаній (сегмент залізничних паперів досягав 40 %).

Французькі державні облігації поширилися на світових біржах, і в середині XIX ст. вони були на другому місці за популярністю й надійністю після британських консолей. Їхня прибутковість змінювалася, однак загалом не дуже відрізнялася від прибутковості британських облігацій. Коли в липні 1872 р. було оголошено про випуск чергової французької зовнішньої 3 % позики, курс облігацій після франко-пруської війни (у якій Франція зазнала поразки) знизився з 73 % номіналу до 53 %. Очікувалося, що після подолання наслідків війни курс облігацій знову зросте і вони зможуть давати стабільний дохід близько 6 % річних⁴²⁰.

Кількість найменувань акцій, введених у котирування Паризької біржі, знизилася під час кризи 1847 р. з 60 (у 1845 р.) до 54 у 1850 р. Надалі вона залишалася приблизно однаковою (55 у 1855 р.), а потім почала стабільно зро-

⁴¹⁸ Еміль Золя продовжує, розповідаючи про свого героя: «...у біржовій грі йому не подобалася ця постійна нестабільність — там можна було так само легко втратити величезні суми, як і нажити їх: ніколи йому не доводилося спати спокійно, із упевненістю, що він має реальний мільйон і нікому нічого не винен... Ймовірно тому, побачивши у своєму незвичайному житті так багато розкоші й злиднів, за десять років грандіозних спекуляцій земельними ділянками нового Парижу він прогорів і розорився», у той час як інші, більш консервативні, «нажили колосальне багатство» (Золя Є.Гроші / Є.Золя. — <http://www.lib.ru>).

⁴¹⁹ Крім того, у другій половині XIX століття активно розвивалися провінційні французькі біржі (наприклад, у Ліллі таку біржу створили у 1861 р. для операцій з акціями місцевих 28 вуглевидобувних компаній).

⁴²⁰ *The Advantages and Disadvantages of French Securities // The Economist.* — 1872. — № 1507. — July 13. — P. 861–862.

стати (72 у 1860 р., 76 у 1865 р.). Особливо помітним стало зростання під час підйому 1870-х років — 140 найменувань акцій у 1870 р.⁴²¹.

У біржовій грі із цінними паперами брало участь багато нових інвесторів. «Спекуляція, біржова гра — це головна пружина, серце будь-якої великої справи... Так, вона вимагає крові... [але] вона створює величезний оборот грошей, необхідний для життя великих підприємств. Без неї великий рух капіталів і породжені ними великі роботи... неможливі». У багатьох випадках єдиною метою заснування акціонерної компанії була гра на підвищення акцій, тому не мало особливого значення, що саме ця компанія буде будувати або робити — головним було привабити інвесторів, щоб продати акції. А коли починався акціонерний ажіотаж, гроші швидко збирали за закритою підпискою.

На цьому зазвичай закінчувалася оптимістична стадія, коли всім здавалося, що будь-яка мета досяжна, і з'являлися перші проблеми. «Операції... розвивалися зовсім не так успішно, як сподівався Саккар, цьому заважала прихована ворожість найбільших фінансистів: поширювалися несприятливі чутки, виникали нові перешкоди, залишаючи в бездіяльності капітал». Але засновники зазвичай діяли за власним планом, не звертаючи уваги на перешкоди. Акції підприємства включали в біржові котирування, починалася гра на їхнє підвищення і курс швидко зростав у декілька разів більше номіналу.

Щоб привернути увагу публіки до акцій, широко використовували всі доступні на той час засоби реклами (зокрема «великі жовті афіші, розклеєні по всьому Парижу»), які «сп'яняли публіку та створювали те захоплення, яке надалі мало ще більше зрости й забрати останні проблиски здорового глузду». Відтак «ґрунт був підготовлений: перегній імперії», що складався з різних авантюристів, добре «сприяв спекуляції, скажені спалахи якої кожні десять або п'ятнад-

⁴²¹ У 1850 р. у котирування було введено 24 нових найменування акцій (з них 8 — акцій залізниць, 3 — акцій банків, 2 — акцій каналів), у 1870 р. — 36 найменувань (11 — акцій банків, 6 — акцій залізниць). Виведено з котирувань (з різних причин) з 1851–1870 рр. було 25 найменувань акцій (Arbulu P. *La Bourse de Paris au XIX siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent* / P. Arbulu. — Paris: Éditions Connaissances et Savoirs, 2007. — P. 31, 37.

цять років охоплюють і отруюють біржу». «У безрозсудному захопленні, яке охопило юрбу, серед маси інших сумнівних підприємств, що виникали в Парижі на кожному кроці... як гриби виростали шахрайські товариства, великі компанії обирали ризикований шлях фінансових авантур». Так у «шумі розваг, серед розкоші... почалася божевільна гарячкова гра». Широко використовувалися замовлені публікації в пресі, що рекламують вигідність акцій нової компанії. Для цього зазвичай наймали редактора однієї з паризьких газет, а іноді взагалі купували декілька невеликих газет.

Але скоро з'ясувалося, що акції продаються не так швидко, як хотілося б. Однак непродані акції не анулювали, компанії зазвичай залишали їх за собою, записуючи на фіктивні рахунки підставних осіб, хоча гроші за них не вносили — ці акції потім використовували для подальшої біржової гри на підвищення. «Найбільше... лякала ця безперервна гонитва, скажений темп, яким велися справи». Усе це нагадувало «паровоз із набитою вугіллям топкою, який мчить диявольськими рейками доти, поки все не вибухне та не злетить у повітря від останнього поштовху». Щоб підтримувати таку акціонерну гарячку, усе частіше доводилося використовувати придбання акцій самими засновниками компанії — вірний сигнал, що крах близький. Щоб висхідний рух курсу акцій не зупинився, «Саккару вже двічі довелося самому купувати акції, прикриваючись іменем підставних осіб. Почалася згубна тактика придбання власних акцій і спекуляції ними; тактика, що пожирає самого себе». На цій стадії «на біржі починається протидія... вона підсилюється разом з гарячкою підвищення», тому що найчастіше вже сформувалася група понижувачів, що вичікували свій час. Наступав той момент у розвитку акціонерного пузиря, коли він уже на межі вибуху (хоча далеко не всі це розуміють), і питання лише у тому, у кого міцніші нерви — у тих, хто грає на підвищення чи на пониження. Адже останні теж могли не витримати й не дочекатися початку падіння курсів, вийшовши із гри з величезними втратами.

«Минула година, курси майже не змінювалися», хоча угоди укладалися «уже без колишнього ентузіазму». Але раптом юрба на біржі стала хвилюватися. «“Всесвітні” понизилися на п'ять франків! Потім на десять, потім на п'ятнадцять франків і впали до трьох тисяч двадцяти п'яти». По-

чався процес падіння, яке все більше прискорювалося. У грі взяли участь головні гравці на пониження — великі біржові спекулянти, і вони стали продавати величезну кількість акцій. Через пару днів «розгром на біржі вже мав жахливі розміри», акції швидко впали в ціні «нижче номіналу, і падіння тривало... Це був кінець»⁴²². Коли банкрутство головного гравця на підвищення ставало фактом, він зазвичай опинявся у в'язниці за обвинуваченням у шахрайстві (махінації з неоплаченими акціями тощо).

Подібні історії стали звичайною справою для Паризької біржі — як, втім, і для всіх інших великих бірж. Адже у 1850 р. загальна вартість цінних паперів, що належали французьким інвесторам, становила 9,1 млрд франків, а до 1899 р. вона зросла майже вдсятеро і становила 86,9 млрд франків. Швидше за все зростав у 1850-ті роки сегмент іноземних цінних паперів: з 2,5 млрд франків (27 %) до 27 млрд франків (31 %). З 1851 по 1900 р. сегмент державних облігацій (прибутковість і загальне значення яких загалом поступово знижувалися) зменшився з 75 % до 48 %; сегмент залізничних акцій у володінні інвесторів збільшився в цей час із 12 % до 33 %.

Обсяг операцій на Паризькій біржі досяг до 1869 р. 1 млрд фунтів (на Лондонській біржі — 1,7 млрд фунтів у 1863 р. і 2,3 млрд у 1872 р.), і вона стала другою після Лондонської найбільшою біржею світу. Париж з його приватними банкірськими домами (особливо Ротшильда й братів Перейра) був значним фінансовим центром, не поступаючись навіть Лондону (паризький банк Джеймса Ротшильда за обсягом операцій перевершував лондонський банк Натана Ротшильда). Втім, за обсягами міжнародної торгівлі Париж у цей час помітно відставав від Лондону.

⁴²² Золя Э. Деньги / Э. Золя. — <http://www.lib.ru>

*«Позолочене століття»:
ринок цінних паперів США
у другій половині XIX ст.*

Америка в середині XIX століття

Сполучені Штати Америки в епоху вільної торгівлі пережили економічний підйом, який розпочався в середині XIX ст. Цей загальний підйом лише на час гальмували періодичні кризи, і саме в середині XIX століття були закладені тенденції, що визначили подальшу історію американської фінансової системи та ринку цінних паперів. Хоча цей ринок у середині XIX ст. ще не міг конкурувати із британським, розвивався він набагато швидше, ніж англійський або французький. Це визначалося тим, що в американському суспільстві, не тільки інтернаціональному за самою своєю природою, але й не дуже обтяженому впливом культурних традицій, ідея вільного підприємництва мала найповніший розвиток — так само як і принцип безжалісної конкуренції. Тут не було нічого схожого на французький аристократизм з його зневажливим ставленням до бірж і фінансових ринків; не було британського консерватизму або «джентльменського капіталізму». Гра вільного ринку не була нічим прикрашена, і це робило його суворим і жорстким, але водночас більш вільним і динамічним.

В Америці середини XIX ст. можна було легко здобути величезний статок і так само все легко втратити. Скандали, пов'язані з великомасштабними спекуляціями акціями й шахрайствами, були звичайною справою. Джейкоб Літтл, Роберт Шуйлер, Олександр Кайл, Джей Кук, Джей Гулд — ці імена американських фінансистів і біржових спекулянтів увійшли в історію.

Коли наприкінці 1840-х років знайшли золото в Каліфорнії, в середині XIX століття розпочалася «золота лихоманка». Це призвело до появи величезних вільних капіталів, вкладених потім в американську промисловість. Крім золота, прискорені темпи економічного зростання в США в другій половині XIX ст. були пов'язані зі значними природними ре-

сурсами країни, до середини століття вже загалом освоєної, а також з великим внутрішнім ринком, на якому не існувало торговельних бар'єрів.

Населення США швидко збільшувалося (з 4 млн у 1790 р. до 40 млн у 1870 р.) за рахунок емігрантів — як правило, людей з підвищеною підприємницькою активністю, які вирішили почати нове життя та новий бізнес. Потік переселенців, що рухався на Захід, створював «рубіж» (англ. frontier) освоєних земель (який постійно просувався все далі й далі). «Дух фронтиру», дух першопрохідників, як символ прагнення до чогось нового, став визначальним в економічній історії США. Так завдяки постійному припливу іммігрантів і можливості освоєння необжитих земель, економіка США розвивалася такими прискореними темпами, яких не було в той час у жодній іншій країні. Під час швидкої індустріалізації збільшувалися доходи та загальний добробут середнього класу, який тоді формувався.

Однак існували також інші причини прискореного розвитку економіки США, пов'язані з тим, що можна назвати соціальною філософією бізнесу. Нічим не обмежена індивідуальна свобода підприємництва (зокрема дрібного) досягла тоді в США найповнішої реалізації, а державне регулювання підприємницької діяльності було мінімальним. «Хто насмілиться сказати, що в нас не настало золоте століття взаємної довіри, необмеженої віри в людські обіцянки? Хіба не заслуговує подиву суспільний лад, за якого весь народ миттєво розуміє сенс газетного анекдоту про якусь прославлену біржову справу?» Герой книги Марка Твена «Позолочене століття», який успішно спекулював шахтами й земельними ділянками, одного разу сказав: «“Два роки тому в мене не було ані копійки, а сьогодні в мене боргів на цілих два мільйони!”... О, кредит! Що це за чудо! На кредиті засноване все сучасне суспільство»⁴²³.

Швидке формування фінансового сектору та ринку цінних паперів у США визначалося відсутністю центрального банку, від якого відмовилися свідомо. Замість нього створили розгалужену мережу численних приватних банків, які взаємодіяли на основі ринкових конкурентних принципів.

⁴²³ Твен М. Позолоченный век (Повесть наших дней) / М. Твен, Д. Уорнер. — <http://www.lib.ru>

Прискорив створення такої системи Національний акт про банки (National Banking Act) 1864 р., який спрощував процедуру заснування банків. Після цього кількість американських банків стала швидко зростати, і це підвищувало загальний динамізм розвитку фінансової системи. Однак значна частина нових банків мала надто малу капіталізацію. Це посилювало загальну нестабільність банківської системи — банкрутства сприймалися як звична подія, а фінансові кризи різного масштабу були частішими, ніж в країнах Європи.

Так у США сформувалися своєрідні уявлення про свободу фінансового бізнесу. Процес реєстрації банків справді став спрощеним і більш ліберальним, але коли банки опинялися в скрутному становищі, влада дозволяла їм припиняти платежі. А емісія банками цінних паперів і банкнот прямо залежала від обсягу придбаних урядових облігацій, які ставали резервним фондом банку. Усе це мало своїм наслідком не тільки динамізм розвитку, але й підвищену нестабільність фінансового ринку.

Підйом 1850-х років

Підйом 1850-х років у США був позначений не тільки початком видобутку золота в Каліфорнії та розширенням кредиту, а й великою кількістю емігрантів (у 1850–1860 рр. населення США зросло з 23,3 до 31,5 млн осіб). Крім того, у 1850-ті роки особливо помітним стало надходження іноземних капіталів. Воно збільшилося після революційних подій 1848 р. у різних країнах Європи, коли політична невизначеність посилила в інвесторів бажання забезпечити свої заощадження. Далека від європейських проблем Америка, молода країна, яка швидко розвивалася, була якраз потрібним місцем.

Надходження іноземних капіталів відбувалося головним чином через придбання американських цінних паперів — у 1850-ті роки в Європі їх розмістили на 500–800 млн доларів. Британські інвестори придбали паперів приблизно на 80 % цієї суми, на другому місці були німецькі інвестори, які скупили американські цінні папери на суму понад 150 млн доларів. На гроші, отримані від розміщення акцій та облігацій, у США купували британські та німецькі рейки, паровози, устаткування для залізниць, інші промислові

товари⁴²⁴. Вкладали ці капітали також в американську промисловість — вартість виробленої промислової продукції з 1850 по 1860 р. збільшилася з 1019 до 1886 млн доларів⁴²⁵.

У 1850-ті роки залізничне будівництво в США тільки починалося, дещо відставши від основних країн Європи, і воно ще не встигло набути вигляду акціонерного буму, як було в той час у Франції. Умови будівництва залізниць у США багато в чому відрізнялися від Великої Британії або Франції. Землі, якими проходили лінії, у Європі потрібно було викуповувати у власників (витрачаючи на це великі суми). У США, де ще було багато вільних земель, найчастіше компанії одержували їх безкоштовно від держави. Технічні вимоги до американських залізниць також були набагато простішими. Переважало «прагнення максимально прискорити будівництво для негайного одержання доходів»⁴²⁶. Собівартість однієї милі американської залізниці виявилася набагато меншою, ніж в Англії або інших країнах. Тому більшим був і прибуток⁴²⁷.

Спекулятивний пузир 1857 р.

У 1857 р. почалося зростання спекулятивного пузиря, пов'язаного з акціями залізниць і будівельних компаній. Їх пропонували інвесторам автори численних проєктів (зокрема будівництва житла), часто так і нереалізованих⁴²⁸. Дестабілі-

⁴²⁴ Reibnitz K. von. Amerikas internationale Kapitalwanderungen / K. von. Reibnitz. — Berlin: Gruyter, 1926. — S. 22, 23.

⁴²⁵ Statistical Abstract of the United States. — Washington: US Government Printing Office, 1935. — P. 715.

⁴²⁶ «Тому спершу задовольняються однією колією, нечастим рухом поїздів і малою кількістю споруд. У деяких випадках замість будівництва обхідних шляхів великої довжини або значних ґрунтових робіт біля деяких перевалів ставили стаціонарні двигуни, які за допомогою канатів витягували потяги на перевали. Надалі одночасно з експлуатацією доріг проводилося їхнє поліпшення» (The Economist. — 1854. — March 11).

⁴²⁷ В Англії у 1854 р. вартість однієї милі залізниці становила 39 тис. фунтів, у Франції 20 тис., в Німеччині 10 тис., а у США лише 6 тис. фунтів. При цьому в Англії вартість землі, включена у вартість однієї милі дороги, досягала 8 тис. фунтів (Tooke T. A History of Prices and of the State of the Circulation from 1792 to 1856 // T. Tooke, T. Gregory, W. Newmarch. — 6 vols. Vol. V. — L.: P. S. King and Son, 1928. — P. 356, 380).

⁴²⁸ Детальніше див.: Commercial and Money Affairs. Sales at the Stock Exchange Stock Exchange Lloyds // The New York Times. — 1857. — July 23.

зація в американській економіці, яка на той час ще формувалася, виникла через надто швидке підвищення курсів акцій, а також надмірної доступності кредиту.

Почала зростати типова для всіх криз громіздка та нестабільна гора позикового капіталу, яка могла обвалитися після першого поштовху. І справді, коли раптово знизилися ціни на зерно, фермери не могли повертати банківські кредити, а банки у свою чергу не могли сплачувати власні кредити в інших банках, після чого кредитна система опинилася в передкризовому стані.

Становище ускладнювалося ще й тим, що залізничні компанії, залежні від британських інвестицій, були обтяжені швидко зростаючими боргами. До середини 1857 р. «залізниці США повсюдно зазнавали труднощів через величезні розміри їхніх боргових зобов'язань. Коли залізничні товариства стали припиняти платежі за своїми зобов'язаннями, вся перевантажена споруда комерційного кредиту одразу похитнулася»⁴²⁹, і курси залізничних акцій стали знижуватися. Таким чином проблеми в імпортерів і залізничних компаній наближали початок кризи.

Безпосереднім поштовхом, що прискорив настання кризи, став скандал 24 серпня 1857 р. у нью-йоркській конторі страхової компанії Ohio Life Insurance and Trust Company. Хоча компанія позиціонувала себе як страхова, насправді це був інвестиційний траст, який одержував банківські кредити та фінансував за їхній рахунок залізничні компанії. Коли з'ясувалося, що скарбник контори привласнив гроші компанії, щоб використовувати їх у власних спекулятивних операціях із цінними паперами, трастовій компанії довелося оголосити про своє банкрутство. У напруженій атмосфері спекулятивного пузиря це стало поштовхом, який спричинив загальну паніку.

Раптово з'ясувалося, що сотні підприємств не мають ліквідних коштів, щоб проводити поточні платежі. Через місяць, 26 вересня 1857 р., кількість банків, що припинили платежі, вже досягла 175. А до кінця вересня закрилося ще 150 банків. Одержати кредит було практично неможливо, а ціна на кредитні послуги зросла до 100% від суми кредиту. Фінансова криза паралізувала всю банківську систему. «Паніка набула неочікуваних розмірів. У Філадельфії, яка

⁴²⁹ Times. — 1858. — 1 Jan.

деякий час конкурувала з Нью-Йорком за роль фінансового центру країни, майже всі банки припинили платежі». Втім, «торговельні банкрутства у Філадельфії відбулися до катастрофи банків... Їх було багато серед імпортерів європейських товарів, тому англійські й французькі експортери мали великі збитки». Причини того, що відбувалося, пояснювали «недовірою до залізниць, яка збільшилася завдяки зусиллям організованої банди спекулянтів»⁴³⁰.

У Нью-Йорку найбільша паніка була 13 листопада. Спершу вкладники, що намагалися забрати свої депозити, кинулися в невеликі банки осторонь від Уолл-стріт, і до 12-ї години дня крах цих банків став очевидним фактом. У другій половині дня вкладники кинулися на Уолл-стріт, і ця вулиця швидко заповнилася людьми. До кінця цього дня закрилося 18 нью-йоркських банків, наступного дня — ще 32. Незабаром після набігів вкладників припинили платежі майже все банки Нью-Йорка. Криза охопила банківську систему США, і країною прокотилася хвиля банкрутств (загальна їхня кількість у США зросла у 1857 р. до 5 тисяч), після чого тисячі людей залишилися без роботи. Курси всіх цінних паперів почали знижуватися — ринкова вартість акцій зменшилася у середньому на 20–50 %, а в деяких залізничних компаній курс акцій знизився в порівнянні із груднем 1856 р. взагалі у 7–8 разів⁴³¹. Криза призвела до сильного падіння всіх курсів цінних паперів, насамперед залізничних (у середньому на 50–60 %; максимальним було падіння ціни акцій дороги Клівленд — Пітсбург — 84 %).

Особливо сильною криза стала у промисловості. Там підйом досяг свого максимуму ще у 1856 р., після чого, ще до початку фінансової кризи 1857 р., у промисловості та у залізничних проєктах намітилася тенденція до спаду. Залізничне будівництво з кінця 1856 р. до кінця 1857 р. скоротилося удвічі, випуск продукції в металургійній і текстильній промисловості на 20–30 %. Такого значного скорочення виробництва раніше ніколи не спостерігалось.

Свого максимуму криза досягла на рубежі 1857 і 1858 рр. Паніка була нетривалою, і незабаром усе заспокоїлося. У груд-

⁴³⁰ Times. — 1857. — 9 Oct.

⁴³¹ Schaffle E. F. Gesammelte Aufsätze 2 Bd. Bd 1. / E. F. Schaffle. — Tübingen: Laupp, 1885. — S. 25.

ні 1857 р. нью-йоркські банки відновили платежі; провінційні банки почали нормально працювати із травня 1858 р. Однак за час кризи індекс оптових цін знизився на 16 %, індекс цін сільськогосподарської продукції ще більше — на 20 %.

«Бавовняні облігації» під час громадянської війни

Під час громадянської війни 1861–1865 рр. вирішальне значення для перемоги Півночі над Півднем мала нестача капіталів для фінансування військ південної Конфедерації. Система збирання податків ще не була створена, і казначейство Конфедерації для фінансування військових витрат випустило дві облігаційні позики, на 15 і 100 млн доларів. У цій війні Півдню симпатизували Ротшильди, представником яких у США був Огаст Бельмон. Щоб підтримати Південь, Ротшильди та їхні партнери почали масово скуповувати облігації Конфедерації. В американській пресі поширювалися панічні антисемітські чутки про «змову»⁴³².

Однак підтримка з боку Ротшильдів була нетривалою — незабаром вони відмовилися від спроб допомогти Півдню. Мабуть, мотиви цього були пов'язані не з політичними симпатіями, а із тверезими розрахунками — справа була надто ризикованою, а ймовірність перемоги Конфедерації південних штатів не дуже високою. У Європі багато хто поділяв ці сумніви, тому перша спроба продати облігації Конфедерації європейським інвесторам була невдалою. Тоді конфедерати вирішили використовувати як гарантію виплат за облігаціями бавовни, основну статтю експорту з південних штатів. В Англії, основному споживачеві бавовни як сировини для текстильної промисловості, 80 % надходило саме зі США.

«Бавовняні облігації» терміном на 20 років номіналом 1 фунт і досить високим доходом 7 %, випущені маловідомою французькою компанією «Еміль Ерлангер», спричинили помітний інтерес на ринках цінних паперів Лондону та Амстердаму. Облігації зберігали високий курс до самого кінця громадянської війни, незважаючи на невдачі армії

⁴³² Glanz R. The Rothschild Legend in America / R. Glanz // Jewish Social Studies. — 1957. — № 19. — P. 3–28.

Конфедерації. Постійне підвищення цін на бавовну було для інвесторів значно важливіше за політичні події. Із грудня 1863 р. до вересня 1864 р. біржова ціна облігацій збільшилася майже удвічі⁴³³.

Керівники Конфедерації хотіли ще більше підвищити курс своїх облігацій, тому вони заборонили експорт бавовни в британський Ліверпуль. Ціни на бавовняну сировину зросли в Англії більше ніж вчетверо, з 6,25 до 27,25 пенса за фунт бавовни. Однак експорт бавовни зі США також різко скоротився (з 1860 р. по 1862 р. — майже в 40 разів), після чого в британській текстильній промисловості почалося масове безробіття, хоча «бавовняні облігації» справді зросли в ціні. Серед їхніх покупців було чимало політичної еліти, зокрема майбутній прем'єр-міністр Вільям Гладстон.

У планах Конфедерації з просування облігацій слабке місце було в тому, що ці забезпечені бавовною цінні папери приваблювали інвесторів лише доти, поки вони мали доступ до самої сировини. Заборонивши експорт бавовни в Англію, керівники Конфедерації поставили під загрозу весь свій облігаційний проєкт. Справу ще можна було б залагодити, якби вони зняли заборону в потрібний момент і продали новий урожай бавовни, одержавши за нього близько 3 млн фунтів.

Однак наприкінці квітня 1862 р. Новий Орлеан, з якого йшов увесь експорт американської бавовни, захопили війська Півночі. Експорт бавовни зі США став неможливим. Втім, британські споживачі сировини не розгубилися і за рік-два налагодили постачання бавовни з Індії, Єгипту й Китаю. Тому «бавовняні облігації» скоро перестали цікавити інвесторів і повністю знецінилися. Ці папери, пов'язані із численними ризиками, тепер приваблювали в основному спекулянтів, і у фінансових колах всі вважали, що серйозні інвестори не стануть мати з ними справу. Тому Ротшильди перестали вкладати капітали в «бавовняні облігації».

⁴³³ Weidenmier M. The Market For Confederate Cotton Bonds / M. Weidenmier // *Explorations in Economic History*. — 2000. — № 37. — P. 76–97; Weidenmier M. Turning Points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback Market / M. Weidenmier // *Southern Economic Journal*. — 2002. — Vol. 68. — № 4. — P. 875–890.

Нова хвиля зростання у 1860-ті роки

Громадянська війна 1861–1865 рр. («війна Півночі й Півдня») завершилася перемогою індустріально більш розвинених північних штатів над рабовласницькими південними. Це прискорило економічне зростання. Посилилася концентрація капіталу, з'являлося багато великих компаній, готових фінансувати впровадження технологічних інновацій. Обсяг виробництва швидко збільшувався⁴³⁴.

Так із країни з фінансовим ринком, що формується, у 1860-ті роки США стали індустріальною державою з достатньо розвинутою промисловістю, фінансовою системою та ринком цінних паперів. У центрі цих трансформацій був Нью-Йорк, основний фінансовий центр Америки. Банки Уолл-стріт і ринок цінних паперів, зосередивши великі обсяги капіталів, фінансували стрімке зростання американської економіки, а нью-йоркські інвестори контролювали великі залізничні корпорації.

Коли знаменитий фінансист Джон Морган уперше з'явився на Уолл-стріт, на Нью-Йоркській біржі практично не було акцій індустріальних корпорацій. На той час, коли Морган завершив формування своєї найбільшої компанії, U. S. Steel, на біржі котирувалися акції понад 1000 компаній, зокрема тих, які надалі стали фундаментом американської економіки.

Однак нестабільність зростаючого американського ринку цінних паперів у середині XIX ст. збільшилася, тому інвесторів приваблювали акції промислових підприємств і залізниць, що мали реальне забезпечення. Крім того, у 1860-ті роки підвищився інтерес інвесторів до надійних державних цінних паперів⁴³⁵.

⁴³⁴ У 1880-ті роки США вийшли на перше місце у світі за обсягом випуску промислової продукції.

⁴³⁵ The Increasing Activity of Government Securities // The New York Times. — 1866. — August 11.

Залізничний бум

Залізничний бум у США розпочався у 1860-х роках, а вже у 1865 р. з'явився перший спальний «пульманівський» вагон, винайдений Джорджем Пульманом, що помітно підвищило комфорт під час поїздок залізницею. Бум одразу привернув до себе увагу підприємців, які побачили нову можливість швидко розбагатіти. У той час на залізницях можна було заробляти гроші різними способами, а саме по собі будівництво дороги, як і в інших країнах, часто ставало другорядною справою. Адже гра на підвищення ціни акцій цікавила засновників акціонерних товариств набагато більше. У цей час бурхливої спекуляції, яка почалася одразу після закінчення громадянської війни (час, який з легкої руки Марка Твена назвали «позолоченим століттям»), підприємці вбудовували складні відносини з урядом, маніпулювали ринком цінних паперів, підробляли фінансову звітність. Дехто сильно розбагатів на цьому, але багато з них втратили свої капітали.

І хоча створення залізничної мережі почалося в США пізніше, ніж в Англії та континентальній Європі, воно набуло тут справжнього американського масштабу. Залізничний бум почався у Штатах з кінця 1860-х — на фінансовому ринку було багато вільних капіталів, а темпи економічного зростання стали безпрецедентними⁴³⁶.

Під час будівництва трансконтинентальної залізниці, яка зв'язала східну й західну частину США, федеральний уряд подарував залізничним компаніям 25 % площі штатів Вашингтон і Міннесота, 20 % — штатів Айова, Вісконсин, Канзас, Монтана й Північна Дакота. Загальна площа земель, безоплатно переданих залізничним компаніям, була більше, ніж площа Франції або Німеччини. Однак це не означало, що американські залізниці створювалися за рахунок державного фінансування — допомога з боку держави становила не більше 10 % від загальної вартості залізничної мережі. А для тих доріг, які справді будувалися за рахунок держави, наслідки такої підтримки не можна назвати позитивними. Спорудження трьох трансконтинентальних залізниць фінансували-

⁴³⁶ American Topics: American Securities // The New York Times. — 1865. — October 10.

ся державою, але у всіх трьох випадках справа закінчилася зловживаннями, банкрутствами залізничних компаній і судовими процесами. А дороги, які отримували найбільший обсяг фінансування з державного бюджету, прославилися скандалами та численними банкрутствами.

Механізм фінансування залізничного буму вже був відомий. «Ми скуповуємо землю... користуємось довготерміновим кредитом... потім заставляємо [в банках] ці землі і одержуємо досить грошей, щоб побудувати більшу частину дороги. Потім домагаємось, щоб у містах, які опинилися на новій залізничній лінії, випустили акції на суму, потрібну для завершення робіт; акції ми продаємо і добудовуємо дорогу». Після цього «випускаємо нові акції, що буде неважко, якщо в міру завершення робіт на кожній новій ділянці ми будемо заставляти [в банках] частину дороги. Інші акції можна буде продати, рекламуючи можливості, які відкриває в цих краях наша дорога. Потім ми продаємо з великим прибутком придбані раніше землі. Усе, що нам потрібно... це декілька тисяч доларів, щоб почати дослідницькі роботи та залагодити деякі справи в законодавчих зборах штату»⁴³⁷.

Коли через всю Америку проклали перші трансконтинентальні залізниці, вони не тільки об'єднали промислово розвинене Східне узбережжя з аграрним Північно-Західним регіоном, але й надали можливість почати розробку найбільшого на той час родовища нафти, знайденого в лісах Північної Пенсильванії. Ключовою фігурою нафтового буму став Джон Рокфеллер, який прославився у 1870-ті роки.

Довжина американських залізниць у 1860 р. досягла 30 000 миль⁴³⁸, а обсяг інвестицій у них — 1,2 млрд доларів.

⁴³⁷ Крім цього можна ще «умовити... урядового чиновника, що сидить у Вашингтоні... написати у відому газету... про наші скромні плани розвитку економіки країни, і тепер наші акції прекрасно розходяться серед набожних бідняків. Для такої мети нічого немає краще за релігійну газету: вона помістить вашу статейку на видному місці, серед самого цікавого матеріалу, а якщо додати пару біблійних цитат... це діє безпомилково». А потім у наших проспектах емісії акцій «ми згадуємо декілька відомих імен — адже нашими пайовиками є відомі мільйонери, і це теж важливий козир» (Твен М. Позолочений век (Повість наших днів) / М. Твен, Д. Уорнер. — <http://www.lib.ru>).

⁴³⁸ Роберт Фогель проаналізував великий обсяг статистичних даних і дійшов парадоксального висновку, що якби в США не стали створювати залізничну мережу, транспортування товарів не менш ефективно відбувалося

Залізничні проекти фінансували інвестиційна компанія Winslow, Lanier and Company, а також банки Kuhn, Loeb and Company, George Peabody and Company (потім перейменований в J. P. Morgan and Company) та інші. Але основна частина капіталів залізничних компаній надходила від продажу акцій на ринку цінних паперів. Загальна вартість залізничних акцій і облігацій у США зросла з 318 млн доларів у 1850 р. до 11,5 млрд у 1900 р.; залізничні акції та облігації становили більше 50 % обороту акцій на Нью-Йоркській біржі⁴³⁹.

Залізничні акції стали найпопулярнішими цінними паперами не тільки в США, але й практично на всіх європейських біржах; з ними була пов'язана більша частина спекулятивних операцій. У 1863–1873 рр. за кордоном перебувало в обігу американських цінних паперів (в основному залізничних акцій) на 1,3 млрд доларів. А з 2 млрд, вкладених у 1865–1873 рр. у будівництво американських залізниць, більшу частину становили іноземні інвестиції.

Серед цих інвестицій у США переважали англійські капітали — на Лондонській біржі котирувалася велика кількість американських корпоративних і державних цінних паперів. Крім того, сотні мільйонів доларів були вкладені німецькими інвесторами в акції американських залізниць, якими були заповнені всі німецькі біржі. Особливо багато американських цінних паперів було на Франкфуртській біржі, серед них були не тільки акції залізничних і промислових компаній, але й державні облігації⁴⁴⁰. Хоча іноземні інвестиції безперечно стимулювали промисловий розвиток, але водночас надлишок вільних капіталів наближав настання кризи у вересні 1873 р.

б розгалуженою системою каналів (Fogel R. Railroads and American Economic Growth: Essays in Econometric History / R. Fogel. — Baltimore: John Hopkins Univ. Press, 1964. — P. 100; Fogel R. W. The reinterpretation of American economic history / R. W. Fogel, S. L. Engerman. — New York: Harper & Row, 1971. — 494 p.).

⁴³⁹ Lerner W. Historical Statistics of the United States. Colonial Times to 1970 / W. Lerner. — Washington: United States Dept. of Commerce, 2003. — P. 968.

⁴⁴⁰ Rise of United States Securities at Frankfurt — Success of the New Treasury Arrangement // The New York Times. — 1871. — August 15. Great Activity in Government Securities // The New York Times. — 1866. — April 25. Our Securities Abroad // The New York Times. — 1866. — August 28.

Джей Гулд

Героїв «позолоченого століття», які сильно збагатилися на залізничних аферах, стали називати «баронами-грабіжниками» і «баронами-розбійниками». Серед них найбільше прославилися своїми шахрайськими фінансовими маніпуляціями Деніел Дрю, Джеймс Фіск, Корнеліус Вандербілт, Джейсон «Джей» Гулд та інші. Мабуть, основною постаттю серед них був «залізничний король» Джей Гулд.

У 1860-х він займався торгівлею шкірою, але після смерті залізничного магната Деніела Дрю, Гулд і його компаньйон Джеймс Фіск почали керувати Erie Railroad. Дрю боровся з Вандербілтом за контроль над залізницею Ері у 1866–1868 рр., але програв боротьбу. Після цього Дрю став банкрутом, а Вандербілт ще більше розбагатів, і на момент смерті у 1877 р. його капітал досягав 100 млн доларів. Гулд і Фіск спершу були на боці Дрю, але від його банкрутства не дуже постраждали. Незабаром вони розпочали нову аферу — надрукували та продали підроблені акції залізниці Ері. Коли історія розкрилася, шахраям довелося залишити штат Нью-Йорк, однак їхній чистий прибуток вже становив 6 млн доларів.

Потім за допомогою складних і не завжди законних фінансових маніпуляцій вони одержали контроль над декількома іншими американськими залізницями, відтіснивши свого основного конкурента — Вандербілта. У 1868 р. Вандербілт розпочав боротьбу з Гулдом і взявся скуповувати акції Erie Railroad, але Гулд таємно створив фонд обсягом 10 млн доларів у конвертованих облігаціях, які можна було обмінювати на акції Erie Railroad. Чим більше Вандербілт скуповував акції, тим більше Гулд викидав на ринок конвертовані облігації, і тим нижче падала ціна на акції залізниці. Після тривалої боротьби, хабарів та судових справ, контроль над залізницею Ері остаточно перейшов у руки Гулда й Фіска.

Ці двоє підприємців прославилися також спробами контролювати ринок золота. У 1860-х роках в обігу перебувала велика кількість паперових грошей, випущених під час громадянської війни, тому постало питання про те, щоб вилучити їх з обігу й замінити золотом. Під впливом обговорення цих планів ціна на золото стала коливатися. Гулд і Фіск вирішили,

що на нестабільній ціні золота можна добре заробити. Якби вони змогли не привертаючи уваги скупити якнайбільше золота (його загальний обсяг на ринку досягав 15 млн доларів), то в них з'явилася б можливість довільно піднімати на нього ціну, а потім на піку максимальної ціни швидко продавати його з великою вигодою для себе.

До «чорної п'ятниці» 24 вересня 1869 р. ціна золота справді значно зросла. Здавалося, що задум Фіска й Гулда близький до успіху. Але раптово президент Грант оголосив, що уряд продасть золото зі своїх резервів на 4 млн доларів, що одразу призвело до зниження ціни в 1,5 раза. Фіск мав великі збитки, а от Гулд довідався про плани президента заздалегідь і, нічого не кажучи компаньйонові Фіску, встиг позбутися своїх запасів золота.

Надалі Гулд розширив сферу свого впливу (в 1872 р. він одержав контроль над великою залізницею Union Pacific) і до початку 1880-х став справжнім «залізничним королем». Великий резонанс мали численні шахрайства під час будівництва дороги Union Pacific, коли близько 20 млн доларів капіталів інвесторів були привласнені власниками компанії. Щоб отримати гарантію того, що уряд закриє на все це очі, власники поділилися частиною грошей із ключовими персонами в Конгресі та навіть (за чутками) з віцепрезидентом Колфаксом. Після цього будь-яке викриття шахраїв означало б викриття великих політичних персон. Таким чином із товариства залізниці Union Pacific викачали все, що можна, поки на початку 1872 р. нью-йоркська газета Sun не викрила всю цю аферу, назвавши імена її учасників.

Вплив кризи 1866 р. у США та депресія 1867 року

У США кризі 1866 р. передувало загальне зниження промислового виробництва (зокрема в металургійній промисловості), яке почалося ще у 1865 р. В умовах надвиробництва попит штучно стимулювали за рахунок кредиту. «Торговці набирають борги, купуючи товари, на які немає попиту; їх можна реалізувати лише в кредит, який ніколи не повернуть»⁴⁴¹.

⁴⁴¹ New York Daily Tribune. — 1865. — 23 Oct., 19 Dec.

Криза 1866 р. в Англії спричинила загальну напруженість на американському фінансовому ринку. Після паніки на Лондонській біржі почався відтік капіталів британських інвесторів, і в травні-червні 1866 р. зі США було вивезено золота на 38 млн доларів. Дисконтна ставка в банках Нью-Йорка у 1866 р. підвищилася до 6–8 %, а до кінця 1867 р. вона досягла 10 %. Зросла кількість банкрутств (з 530 у 1865 р. до 1505 у 1866 р. і 2780 у 1867 р.)

У 1867 р. почалася загальна економічна депресія. «З 1857 р. США не знали такого застою справ, як зараз... Депресія охопила всі галузі торгівлі. Обороти залізниць значно нижче, ніж за відповідний період попереднього року»⁴⁴². «Уже давно рік не починався такою важкою депресією, як тепер. На Різдво й Новий рік не помітно звичайного поживавлення на вулицях і в магазинах... Майже будь-яка сфера торгівлі була млявою в минулому сезоні... З Європи приходять такі самі скарги на застій у торгівлі»⁴⁴³.

Проблема розкриття фінансової інформації

Численні спекулятивні афери під час залізничного буму, а також підвищена нестабільність молодого американського фінансового ринку супроводжувалися посиленням у 1860-ті роки тенденції до поділу власності та управління — співвласників компаній (великої кількості акціонерів, які зазвичай не брали участь у керуванні компанією) і менеджерів (які часто взагалі не були акціонерами).

Загострилася також і проблема контролю якості корпоративного управління, потрібного для оцінки можливих ризиків для інвесторів — співвласників компаній. Усе це породжувало підвищену увагу до проблеми надійності цінних паперів і фінансового стану їхніх емітентів.

Коли в США у 1860-ті роки починався залізничний бум, американські промислові компанії, зокрема залізничні, практично не розкривали ніякої інформації — це було не заведено і вважалося, що таке розкриття буде використано конкурентами. Зокрема, у 1866 р. залізнична компанія Delaware,

⁴⁴² The Economist. — 1867. — 27 April. — P. 470.

⁴⁴³ New York Daily Tribune. — 1868. — 3 Jan.

Lackawanna and Western Railroad Company у відповідь на запит від Нью-Йоркської біржі про розкриття інформації відповідала, що «за останні п'ять років не були опубліковані ніякі публічні звіти чи інші подібні документи»⁴⁴⁴. New York Central and Hudson River Railroad також не публікувала ніяких звітів для акціонерів протягом 1870–1880-х років.

Підвищений інтерес до проблеми розкриття фінансової інформації відобразився в нормативних документах — в Fraudulent Transaction Act (1857 р.), що підсилив захист інвесторів проти нецільового використання капіталів керівництвом компанії; а також в Punishment of Frauds Act (1857 р.) і Larceny Act (1861 р.), які передбачали покарання за маніпуляцію фінансовою інформацією. Розглядалося це питання також у законах окремих штатів — наприклад, у Массачусетсі у 1860 р. ратифікували закон Sunshine Laws, де визначалася необхідність розкриття фінансової інформації місцевих залізничних компаній.

У цей час основним джерелом фінансової інформації були фінансові періодичні видання загального характеру (Wall Street Journal, Barron's тощо), а також спеціалізовані газети — American Railroad Journal, Railroad Gazette та Railway World. Але після появи телеграфу, а також прокладання міжконтинентальних ліній зв'язку швидкість передачі інформації значно зросла. У 1867 р. телеграф почав використовуватися на Нью-Йоркській біржі, забезпечуючи передачу інформації про котирування. Важливість фінансової інформації стала усвідомлюватися учасниками ринку, тому покладатися лише на газетні статті вже не можна було.

І хоча залізничні компанії під час буму залучали фінансові ресурси інвесторів здебільшого без якогось розкриття інформації, разом із зростанням обсягів капіталів, вкладених у ці компанії (4,6 млрд дол. до кінця 1870-х років — приблизно 40 % ВВП), усталений звичай не розкривати фінансову інформацію вже не влаштовував інвесторів.

Виникла реальна потреба в створенні системи такого розкриття інформації, і першим кроком у цьому напрямі стала діяльність нью-йоркського підприємця Р. Дана (R. G. Dun), який почав у 1841 р. надавати за оплату зібра-

⁴⁴⁴ King T. A. More Than a Numbers Game. A brief History of Accounting / T. A. King. — Hoboken (New Jersey): John Wiley & Sons, Inc., 2006. — P. 15.

ну інформацію про фінансовий стан акціонерних компаній. У 1859 році він створив компанію R. G. Dun and Company, прототип рейтингового агентства в сучасному розумінні. А у 1849 році в Цинциннаті подібну компанію створив Джон Брадстріт (John Bradstreet). Крім того, для перевірки фінансового стану американських промислових і залізничних корпорацій у США почали запрошувати британські аудиторські компанії. Barrow, Wade, Gutrie & Company стала першою англійською аудиторською фірмою, яка відкрила у США своє представництво, а перевірка цією компанією фінансового стану New York, Ontario and Western Railway Company була першим відомим випадком аудиторської перевірки американської залізничної компанії⁴⁴⁵. А з 1886 р. почали публікувати індекс Доу-Джонса, у якому спершу були переважно акції залізниць.

Об'єднання Німеччини та прискорений розвиток ринку цінних паперів

Об'єднання Німеччини

Для Німеччини 1860-ті та 1870-ті роки мали вирішальне значення як у політичному, так і в економічному сенсі. Після того як німецькі держави об'єдналися, у 1871 р. виникла Германська імперія. Це призвело до швидкого економічного зростання. «Я приїхав у Берлін у дуже цікавий історичний момент, — згадував Стефан Цвейг. — З 1870 року, коли він з досить провінційної, невеликої та зовсім небагатої столиці Пруссії став резиденцією германського кайзера, пересічне місто на Шпрее почало бурхливо розвиватися... У Берлін прагнули потрапити представники великих концернів, за-

⁴⁴⁵ Дві рейтингові компанії об'єдналися у 1933 р., і сьогодні рейтингове агентство Dun & Bradstreet є одним із найстарших і найбільших.

можні родини, і нове багатство, поєднане з відчайдушною зухвалістю, відкрило тут... більші можливості, ніж у будь-якому іншому великому німецькому місті... У Берліні, що розвивався так бурхливо і незвично, шукали щось нове», і тому «молоді люди з усієї імперії та навіть і Австрії переселялися в Берлін»⁴⁴⁶.

До об'єднання Німеччини процеси індустріалізації в німецьких державах йшли повільніше, ніж у Франції. Це було пов'язано з поділом країни на окремі держави, найбільшою з яких була Пруссія зі столицею в Берліні. Активніша індустріалізація почалася в Пруссії із другої половини 1840-х років після німецької революції 1848 р., яка прискорила економічний розвиток, а завершилася вже після об'єднання Німеччини у 1871 р.

Так із середини XIX століття Німеччина пішла шляхом, на який Англія вступила майже за сто років до того. Втім, таке узагальнення можна робити лише із застереженням, що в Німеччині індустріалізація відбувалася дещо інакше. Перші британські промислові підприємства були зазвичай організовані у формі партнерства, а в Німеччині — як командитні товариства. Німецькі компанії дуже часто керувалися технічно добре підготовленими інженерами⁴⁴⁷. Завдяки цьому німецькі підприємці були готові впроваджувати найпереводіші технологічні інновації та створювати для своєї продукції нові ринки. Крім того, основна відмінність полягала в тому, що фінансувалися нові підприємства переважно за рахунок великих банків, а не за допомогою ринку цінних паперів, як в Англії.

⁴⁴⁶ «Берлін ще не став лідером в художній і культурній сферах: Мюнхен з його художниками й поетами вважався справжнім центром мистецтва, дрезденська Опера визначала моду в музиці, столичні міста притягували до себе талановитих людей, і насамперед Відень, з його столітньою традицією, осередком духовних сил, прямо-таки природним талантом, усе ще набагато перевершував Берлін. Однак в останні роки, у зв'язку зі швидким економічним підйомом Німеччини, становище почало змінюватися» (Цвейг С. Вчорашній мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. — М.: Радуга, 1991. — С. 125).

⁴⁴⁷ Якщо з 1830 по 1840 р. 16% німецьких підприємців мали університетську технічну освіту, то з 1851 по 1870 р. — 38%. Німецькі промисловці першої половини XIX століття часто відвідували Англію й Францію, переймаючи нові методи виробництва (Альфред Крупп був в Англії в 1838 році, вивчаючи методи роботи англійської металургійної промисловості).

Германська індустріалізація

До середини 1840-х у Пруссії існували протекціоністські торговельні тарифи, які не сприяли інтеграції цієї германської держави у світові товарні та фінансові ринки. Потім під впливом ідей вільної торгівлі почалася лібералізація тарифів⁴⁴⁸.

Наприкінці 1840-х років у германських державах почали виникати перші великі підприємства гірничодобувної промисловості — Акціонерне товариство гірничодобувної промисловості в Аахені (1845), Кельнське об'єднання шахт (1849), Силезьке акціонерне товариство гірничодобувної промисловості (1853), Бохумське гірничодобувне й сталеливарне об'єднання. У 1850-ті роки промисловий потенціал Німеччини зріс приблизно удвічі, видобуток вугілля й виплавка чавуну — в 2–2,5 раза.

Кількість німецьких акціонерних компаній особливо швидко збільшувалася у 1850-ті роки. У цей час за зразком французького банку *Credit Mobilier* у Пруссії створили акціонерний банк *Bank fur Handel und Industrie*. Нові банки почали засновувати також в інших германських державах. «Банки засновують у... Берліні, у Бреслау й Кенігсбергу, у Бремені й Любеку, у Франкфурті й Ганновері, у Магдебургу й Штеттині, у Лейпцигу й Ростокі. Навіть у маленьких містах і державах, як Мейнінген, Дессау й Гота, з'являються раптово один або декілька банків», капітали яких часто перевищували «усе майно цього міста або країни». «Спекуляція є, мабуть, єдиною метою цих установ», а їхній вплив на торгівлю «дотепер виявлявся лише в підвищенні облікової ставки», тому така «банкоманія» лише відволікала капітали від інвестування у виробництво⁴⁴⁹.

Сумарний капітал компаній, заснованих у 1853–1857 рр. у Німеччині, досягав 1500 млн марок, з них на банки припадало 600 млн, на залізничні компанії — 420 млн, на страхові — 90 млн, на промислові — 390 млн марок⁴⁵⁰. Тільки за

⁴⁴⁸ Лібералізація тарифів тривала до кризи 1873 року, після чого в 1879 р. у Німеччині були відновлені протекціоністські тарифи.

⁴⁴⁹ *Journal des Economistes*. — 1856. — 15. X. — P. 59, 66–67.

⁴⁵⁰ Sartorius von Waltershausen J. *Deutsche Wirtschaftsgeschichte 1815–1914* / J. Sartorius von Waltershausen. — Berlin, 1920. — S. 184–185.

один 1856 рік у Пруссії сумарний капітал нових акціонерних компаній досяг 150 млн талерів.

Реакцією на таке бурхливе акціонерне засновництво стало чимало критичних слів про те, що створені товариства дуже часто були дутими й не відповідали реальній потребі в них. У 1857 р. навіть скликали спеціальну конференцію, присвячену неправильному розвитку акціонерного руху та «дутим» компаніям. У Німеччині тоді іронічно казали: «залізниця в усіх напрямках без руху... дороги без потреби в них... фабрики всіх видів і сортів без найменшого врахування конкуренції»⁴⁵¹.

Криза 1857 р. у Гамбурзі

Надмірна засновницька активність призвела до германської кризи 1856–1857 рр. Ця криза на деякий час призупинила ажіотаж, хоча у Німеччині він був не настільки сильним, як у Великій Британії. Найбільше криза 1857 р. відчувалася в Гамбурзі, одному з найбільших у Європі центрів міжнародної торгівлі. Гамбург був морськими воротами Німеччини, особливо коли вона об'єдналася в єдину державу.

Це місто, космополітичне за своєю природою, як і всі великі портові міста світу, було більш англійським, ніж германським. Британські за походженням ідеї вільної торгівлі для гамбурзької бізнеселіти були актуальнішими, ніж консервативні германські традиції. Разом із Лондоном, Ліверпулем, Роттердамом і Антверпеном Гамбург став одним із найбільших атлантичних портів Європи XIX ст., у глобальному масштабі порівнянний за обсягами торгівлі з Нью-Йорком. Гамбурзька біржа, заснована у 1583 р., була однією з найстарших у Європі, а розквіт Гамбургу почався після закінчення наполеонівських війн і тривав до Першої світової війни. Цей торговельний і фінансовий центр сформувався під впливом британської епохи глобалізації та золотого стандарту. Ніколи до того капітали й товари не текли так легко через Атлантику, і ніколи до того атлантична торгівля не була такою прибутко-

⁴⁵¹ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. — К: Университетская типография, 1878 (репринт. — М.: Статут, 2000). — С. 103.

вою. Адже саме завдяки їй Гамбург став великим фінансовим центром⁴⁵².

«Криза 1857 р. ніде не проявилася з такою силою, як у Гамбурзі»⁴⁵³ через надмірно швидке розширення у 1854–1857 рр. кредиту в зовнішньоторговельних операціях. Вексельні обороти збільшилися зі 162 млн марок у 1855 р. до 400 млн марок напередодні кризи, яка почалася в Гамбурзі в середині жовтня⁴⁵⁴. «У катастрофі, яку переживає Гамбург, немає нічого дивного. Хто може дивуватися банкрутству торгових домів, які придбали за власний рахунок і завдяки непомірного використання кредитів пів мільйона мішків кави, або на мільйон ост-індської, південноамериканської або африканської шкіри, запаси якої до кінця 1857 р. збільшилися порівняно з 1856 р. більше ніж у 40 разів, або величезні запаси інших колоніальних товарів, і тримали їх на складах з метою роздування цін; або [банківських] домів, які одержували кредити на 3–4 млн рейхсталерів, маючи власний капітал в 300 тис. рейхсталерів, і при мільйонних пасивах мали лише незначні активи»⁴⁵⁵.

Генеральний консул Франції в Гамбурзі повідомляв у Париж 17 жовтня 1857 р., що «Гамбурзька біржа в паніці. Курси всіх цінних паперів неймовірно знизилися». А 23–24 листопада 1857 р. він писав: «Фінансове становище продовжує погіршуватися... Криза тут одна із самих тривожних. Багато солідних комерсантів збанкрутували... Біржа перебувала вчора в надзвичайно напруженому стані. Боятися нових катастроф». Тепер «гамбурзькій торгівлі будуть потрібні роки, щоб відшкодувати

⁴⁵² У цей час в атлантичній торгівлі домінувала Велика Британія, і Гамбург став форпостом британської торгівлі. Гамбурзькі підприємці мали власні зв'язки з американським Бостоном та Бразилією, найбільшим постачальником кави. З 1820 по 1860 р. загальний обсяг вантажів, що проходили через гамбурзький порт, зріс у п'ятеро. У 1860 р. через цей порт проходило щорічно близько мільйона тонн товарів на загальну суму 330 млн марок. Наприкінці XIX ст. імпорту товарів через Гамбург зростав у середньому на 5,5 % щорічно, експорт — у середньому на 5,3 %. У загальносвітовому обсязі торговельних операцій частка Гамбургу досягала 4,5 % (Ferguson N. Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927 / N. Ferguson. — L.: Cambridge University Press, 1995. — P. 32–33).

⁴⁵³ Journal des economistes. — 1858. — II. — P. 245–253.

⁴⁵⁴ Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrise von 1857–1859 / H. Rosenberg. — Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. — S. 129.

⁴⁵⁵ Preussisches Handels-Archiv. I Hälfte. — Berlin, 1858. — S. 301.

збитки, створені фінансовим катаклізмом»⁴⁵⁶. У місті було сотні банкрутств. «Отримані з Гамбургу новини показують таке порушення кредиту, який навряд чи спостерігався в якомусь ще торговому центрі»⁴⁵⁷. Внаслідок кризи ставку в гамбурзьких банках підвищили у 1857 р. до 12%.

Підйом 1860-х років

Тривалий час у Європі не було чіткого уявлення про потенційні можливості германської економіки. «В економічному сенсі Німеччина являла собою те саме», що і в сенсі політичному. У 1864 р. один із кращих англійських авторів «у спеціальній книзі про Німеччину вважав за потрібне присвятити особливу главу “дуже цікавому” питанню “Чому Німеччина така бідна?”. Цитований англійський автор, не замислюючись... відповідає: “Німеччина здається бідною, тому що вона залишається надто скупою”»⁴⁵⁸.

У 1860 році, перед початком нового підйому, на території всіх германських держав було 426 акціонерних компаній⁴⁵⁹. З 1851 по 1870 р. загальна сума капіталів залізничних акціонерних компаній (більшість із них створили після 1860 р.) досягла 1,7 млрд марок (близько 1 млрд гульденів), а загальний обсяг інвестицій у залізничне будівництво становив з 1835 по 1873 р. 5,6 млрд марок. Розширення кредиту також було помітним: обліково-позикові операції німецьких банків зросли з 373 млн марок у 1856–1860 рр. до 580 млн марок лише за один 1865 р.

⁴⁵⁶ Ormesson W. La grande crise mondiale de 1857 / W. Ormesson. — Paris: Maurice d'Hartoy, 1933. — P. 85–89.

⁴⁵⁷ Times. — 1857. — 3 Dec.

⁴⁵⁸ Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. — 1874. — № 38. — С. 214.

Насправді Генрі Мейхью казав точніше: «Germany is a nation of misery, who believe in the hoarding of money rather than the profitable investment of it» («Німеччина — бідна нація, тому що вона вірить у необхідність нагромадження заощаджень замість того, щоб вигідно інвестувати їх» (Mayhew H. German Life and Manners as Seen in Saxony at the Present Day / H. Mayhew. — London: W. H. Allen & Co., 1864. — Vol. 2. — P. 593).

⁴⁵⁹ З них 140 гірничодобувних, 54 страхових, 44 залізничних, 39 банківських, 30 судноплавних і 119 з іншими видами діяльності.

Хоча засновницький азіотаж у 1860-ті роки не досяг рівня 1850-х років, інвесторів більше цікавили іноземні папери. З 1860-х років «величезні приховані капітали (особливо Південної Німеччини), які колись лише іноді насмілювалися вкладати в австрійські папери, потроху стали придивлятися до американських цінностей, щоб “анексувати” їх, а потім накинута на російські папери»⁴⁶⁰.

Оскільки індустріалізація в Німеччині почалася пізніше, ніж в Англії й Франції (де промислова революція спершу вплинула на легку промисловість), вона була пов'язана в основному з розвитком важкої промисловості, потрібним для швидкого створення залізничної мережі⁴⁶¹. Будівництво половини залізниць фінансувалося державою, що характерно для загальних тенденцій економічного розвитку Німеччини.

Крім того, особливістю індустріалізації в Німеччині була підвищена увага до розвитку військової промисловості, пов'язана із прагненням Пруссії під керівництвом прем'єр-міністра Отто фон Бісмарка об'єднати всі німецькі держави. «Мілітаризм... Німеччини — це щось начебто *idee fixe*... під час пояснення причин тих або інших явищ»⁴⁶². Бісмарк вірив, що держава є не тільки потрібною, а й несе добро для всіх, тому вся його економічна політика була спрямована на створення й посилення єдиної німецької держави, частиною чого була особлива увага до військової промисловості.

На військових заводах знаменитого промисловця Альфреда Круппа використовували найсучасніші технології, але у німецькій текстильній промисловості усе ще працюва-

⁴⁶⁰ Російські папери привернули увагу в Німеччині після того, як у Російській імперії почала розвиватися залізнична мережа. У Східній Німеччині «сільське господарство починає відчувати, що пара наближує до нього такого конкурента, про який раніше і не думали». Особливо це стосувалося експорту російського зерна та виробленого із нього спирту (Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. — 1874. — № 38. — С. 214).

⁴⁶¹ У 1850–1860-ті роки довжина німецьких залізниць збільшилася з 6 до 19,5 тис. км, а обсяг вантажних перевезень — у 20 разів. Інвестиції в залізниці зросли з 88 млн марок на початку 1850-х років до більш ніж 500 млн марок наприкінці 1870-х (Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 55).

⁴⁶² Современный экономический кризис в Германии и его причины // Финансовое обозрение. — 1876. — № 4. — С. 53.

ли в основному давно застарілі ручні верстати⁴⁶³. Оскільки Німеччина була країною «молодого капіталізму», німецькі заводи будувалися як мінімум на пів століття пізніше англійських, які на той час вже почали застарівати. Тому в німецьких підприємств було більше сучасного обладнання, ніж у британських⁴⁶⁴. У 1850-ті та 1960-ті роки Німеччина не тільки посіла третє місце після Англії та США за обсягом промислової продукції, але змінилася сама її роль у міжнародній торгівлі. Якщо в першій половині XIX ст. з Німеччини експортували в основному сільськогосподарську продукцію, то починаючи із середини століття — переважно промислову.

Німецька модель капіталізму

У цей час формувалася специфічна німецька модель розвитку капіталізму, характерними рисами якої були посилення роль держави як організуючої сили економічного розвитку, а також пріоритетне значення великих банків (а не ринку цінних паперів) у фінансуванні промисловості.

Спершу за умов дефіциту інвестиційних капіталів, нові промислові підприємства фінансував якийсь один банк. Потім виникла практика тимчасових альянсів з різними банками, а найбільші компанії (особливо в електротехнічній промисловості) почали засновувати свої власні банки. Проблема дефіциту капіталу вирішили, після чого Німеччина швидко стала промислово розвиненою країною. Але специфічні особливості німецької моделі індустріалізації (що сформувалися ще за умов дефіциту капіталу) продовжували зберігатися, що призвело до тісних зв'язків промислових компаній і банків.

Так виникла орієнтована на банківське фінансування німецька модель, яка сформувалася до кінця XIX століття, —

⁴⁶³ Німецькі «сталеві барони», як їх називали в той час, Крупп і Тіссен, повністю поєднали цикл виробництва сталі — від видобутку вугілля й руди до випуску готової продукції, що дало можливість виготовляти кращі у світі гармати із кращої у світі «круппівської» сталі.

⁴⁶⁴ Такі важливі технологічні інновації, як відкриття у 1856 р. методів виробництва анілінових фарб і створення динамо-машини у 1868 р., забезпечили Німеччині стійке технологічне лідерство в хімічній та електротехнічній промисловості, розвиток якої потребував значного обсягу фінансування.

модель «неліберального капіталізму», яка існувала не тільки в Німеччині, а і в Японії як альтернатива «ліберальному капіталізму» англо-американського типу.

З формуванням німецької моделі були пов'язані основні відмінності у фінансуванні ранньої індустріалізації. На відміну від Англії, де перші промислові підприємства фінансувалися за рахунок своїх власних ресурсів, у Німеччині джерела фінансування були зовнішніми. У першій половині XIX ст. капітали надходили від приватних банкірів (переважно із Франкфурта), а в другій (особливо після 1871 р., коли відбулася лібералізація порядку заснування акціонерних банків) — від спеціалізованих інвестиційних банків.

Обмежень для створення приватних банків до 1833 р. у німецьких державах не було, і в 1820-ті роки в Пруссії виникло два таких банки — Berlin Kassenverein у Берліні й Pommersche Privatbank у Штеттині. Після 1833 р. для створення приватного банку потрібен був спеціальний дозвіл уряду, але це не зупинило процес виникнення приватних банків. У 1835 р. створили іпотечний банк у Баварії, а в 1838 р. — саксонський банк у Лейпцигу.

У 1850-ті роки, коли в Німеччині почали з'являтися великі банки, сформувалася специфічна німецька модель універсального банку, тісно пов'язаного із промисловими підприємствами. Тенденція до панування великих банків над біржею відображала сам принцип організації централізованої економічної системи в Німеччині. Так сформувалася не тільки німецька модель універсального банку, але й німецька модель фінансового ринку, у якій саме банки стали основними постачальниками капіталу

У такій моделі «банк має контролювати акціонерне товариство, щоб мати гарантію правильного використання кредиту... банк підкоряє собі акціонерне товариство, щоб забезпечити для себе всі прибуткові фінансові операції»⁴⁶⁵. Крім

⁴⁶⁵ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг. — М., Л.: Гос. соц.-экон. изд-во, 1931. — С. 127. Ця тенденція ще більше посилилася в Німеччині після «грюндерського краху» 1873 р. У ті роки вважалося, що «грюндерський крах» 1873 р. виявив слабкі місця акціонерних компаній у порівнянні із приватними підприємствами. Хоча акціонерні компанії могли за короткий час акумулювати значний капітал, створення акціонерного товариства обходилося досить дорого. Надалі доводилося витрачати чималі кошти на оплату праці директорів, правління й персоналу, до того ж в акціонерних товариствах весь персонал

того, характерним для такої моделі є домінування боргових інструментів, як це було в Німеччині (особливо починаючи з кінця XIX століття).

Перший універсальний банк, Disconto-Gezellschaft, заснували у 1851 р. у Пруссії, а в 1853 р. брати Перейра та група приватних банкірів з Кельна заснували Darmstadter Bank, який спеціалізувався на фінансуванні будівництва залізниць і на інвестиціях у розвиток промисловості. Подібні банки почали виникати в інших німецьких містах, хоча фінансова криза 1857 р. на деякий час загальмувала їхнє створення. У великих німецьких містах виникли нові біржі — у Штутгарті (з 1850 р.), Дрездені (1857), Дюссельдорфі (1874), де більшого значення в торгах мали акції залізниць і великих підприємств.

У швидкому розвитку німецького фінансового ринку велике значення мало зростання доступності фінансової інформації. У 1848 р. відкрили телеграфну лінію між Франкфуртом і Берліном, а в 1849 р. у Берліні заснували «Телеграфне бюро Вольфа». Почали видавати декілька нових спеціалізованих газет: щоденну «Берлінську біржову газету» (з 1855 р.), «Берлінський біржовий кур'єр» (з 1868 р.), «Берлінський акціонер» (з 1872 р.). У Франкфурті щотижневик «Акціонер» видавався з 1854 р., а з 1856 р. — «Франкфуртська торговельна газета». Однак система аудиту та розкриття інформації, подібна до британської або американської, у Німеччині не сформувалася, що було пов'язане з посиленням державним регулюванням німецького фінансового ринку. І навіть у виданому набагато пізніше законі 1892 р. про компанії з обмеженою відповідальністю (*Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*), що

розраховував на одержання особливих бонусів. Ще серйозніші недосконалості акціонерних компаній були пов'язані з тим, що така компанія не могла швидко змінити напрям своєї діяльності (на відміну від приватного підприємства). Внаслідок цього акціонерні капітали надовго опинялися замороженими в певній сфері діяльності, навіть якщо вона переставала бути вигідною через зміну ситуації на ринку. Більше того, під час кризи акціонерні компанії зазвичай поглиблювали її та розтягували у часі не тільки тому, що активно брали участь в біржових спекулятивних пузірях на ринку акцій, але й тому, що продовжували виробляти свою продукцію, навіть якщо під час кризи попит на неї падав. Ця «неповороткість» акціонерної компанії в адаптації до мінливих умов ринку була основним її недоліком порівняно з більш мобільним і гнучким приватним підприємством.

містив норми бухгалтерського обліку для таких компаній, вимог щодо розкриття фінансової інформації не було. Такі вимоги з'явилися в Німеччині тільки наприкінці XX століття, у 1986 р⁴⁶⁶.

Біржі у Франкфурті та Берліні

Із середини XIX ст. ринок цінних паперів Франкфурта спеціалізувався переважно на державних облігаціях, а з 1848 по 1866 р. це місто стало центром операцій з американськими залізничними облігаціями — на біржі котирувалося 82 найменування цих цінних паперів, а загальний обсяг німецького капіталу, вкладеного в залізничні цінні папери США, досяг у 1857 р. 100 млн дол. Великий нью-йоркський банкірський дім Seligmann & Co відкрив у Франкфурті свою філію Seligman & Stettheimer, розмістивши на німецькому ринку 6 % облігацій на суму 500 млн дол. Зважаючи на масштаби розміщення американських облігацій у Франкфурті, це місто як ринок довготермінових боргових інструментів не поступалося значенням Лондону й Парижу.

Процеси індустріалізації та провідна роль у цьому Пруссії призвели до того, що Франкфурт із його давніми традиціями перестав бути основним німецьким фінансовим центром, і більшого значення набував Берлін — столиця Пруссії. Ринок цінних паперів у Берліні динамічно розвивався і орієнтувався переважно на залізничні й промислові акції, обсяги яких швидко збільшувалися. У 1870 р. на Берлінській біржі проводили операції з 325 цінними паперами (95 найменувань іноземних цінних паперів, 115 найменувань акцій і облігацій залізничних компаній, акції 55 банків тощо). Після об'єднання Німеччини у 1871 р. саме ця біржа стала основним центром операцій із цінними паперами. А незабаром на Берлінську біржу стали покладати головну вину за створення спекулятивного ажіотажу.

⁴⁶⁶ A Global History of Accounting, Financial Reporting and Public Policy: Europe / Ed. by G. J. Previts, P. Walton, P. Wolnizer. — London: Emerald; University of Sydney, 2010. — P. 61.

Грюндерський бум

Франко-пруську війну оголосили 19 липня 1870 р., що спричинило паніку на європейських біржах, а 28 січня 1871 р. Франція капітулювала. Після перемоги Пруссії виникла об'єднана германська держава. Франція зобов'язалася виплатити протягом трьох років величезну суму компенсації — 5,57 млрд франків золотом. Замість того щоб вкласти ці значні ресурси в довготермінові проекти (зокрема залізничне й житлове будівництво), Німеччина почала оплачувати свої борги за позиками. «Ніколи ще до цього історія не знала випадку, коли фінансова адміністрація могла повернути народному господарству такі величезні капітали». До того ж отримання компенсації надало можливість урядам германських держав покрити видатки на франко-пруську війну готівкою, а не борговими облігаціями, як це зазвичай бувало в таких випадках. Завдяки французьким мільярдам можна було на практиці спостерігати те, про що раніше економісти міркували лише теоретично — які наслідки може створювати така велика раптова виплата. «Засновницька гарячка стала тільки першим, видимим наслідком»⁴⁶⁷.

В час створення єдиної німецької держави на фінансовому ринку виник величезний надлишок вільних капіталів. Французькі мільярди в Німеччині мали таке саме значення, як британські капітали в США, сприяючи виникненню передкризової ситуації. Для великих вільних капіталів потрібно було знайти спосіб вигідного інвестування, тому розпочався неймовірний засновницький азіотаж. До того ж після видання 27 червня 1870 р. нового закону про акціонерні товариства,

⁴⁶⁷ Серйозніші наслідки можна було бачити пізніше, під час кризи, коли отримані капітали використали на надмірне споживання. Виявилося, що «ніяка сила нічого не може зробити проти економічного закону, за яким капітал може залишатися тільки в продуктивних руках і... країна може утримувати за собою не більше капіталів», ніж вона здатна «продуктивно вжити». У Німеччині тепер багато хто скаржиться «на фінансову адміністрацію», на те, що вона поспішила одержати контрибуцію одразу, «і в цій поспішності знаходять важливу фінансову помилку», стверджуючи, що для німецької економіки було б набагато корисніше одержувати контрибуцію поступово, відповідно до темпів реального економічного зростання країни. А так виявилося, що капітал, який раптово надійшов у країну, «не відповідав її продуктивним силам» (Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. — 1874. — № 38. — С. 215).

для заснування такого товариства та випуску акцій більше не була потрібна державна ліцензія.

«Ожиле після франко-германської війни підприємництво породило... економічний шовінізм», а «мішуру засновницької гарячки сприйняли за ознаки внутрішнього здорового розвитку». При цьому не брали до уваги важливий факт — зростання споживання в Німеччині в ці роки «не відповідало розвитку продуктивних сил країни», а це неминуче рано чи пізно мало призвести до дефіциту бюджету⁴⁶⁸.

Засновницьку гарячку 1871–1873 рр. назвали «грюндерський бум» (від нім. Gründer — засновник компанії). Основним осередком грюндерського буму 1870-х рр. став Берлін (подібно до того, як у 1820-ті таким осередком був Лондон, а в 1850-ті роки — Париж)⁴⁶⁹. Значна частина випущених на ринок акцій була залізничними. Крім залізничних компаній, ще одним напрямом акціонерного ажіотажу стала спекуляція земельними ділянками та нерухомістю. І хоча ця сторона акціонерного буму була найбільше розвинена у Відні, у Німеччині багато спекулятивних операцій з акціями також були пов'язані з нерухомістю.

Під час грюндерського буму в суспільстві поширилося перебільшене уявлення про високу прибутковість інвестицій в акції. Насправді реальна прибутковість акціонерного капіталу навіть у роки грюндерського буму нечасто піднімалася вище 5 % (у сусідніх Нідерландах рівень дивідендів у цей час становив 3,8–7,6 %, у середньому — 5,4 %). А така прибут-

⁴⁶⁸ «Цей дефіцит складається в цей час із несприятливого балансу зовнішньої торгівлі та вексельних курсів Німеччини. Одержання колосальної контрибуції не тільки «не змогло його усунути», але навіть «прискорило його виникнення». Контрибуція надала можливість Німеччині сплатити більшу частину своїх боргів і вилучити з обігу значну частину державних облігацій, а «заснування колосальних фондів (таких як інвалідний) створило потребу помістити відповідні капітали» у надійних фондах, після чого «з обороту була вилучена велика кількість державних облігацій» (Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. — 1874. — № 38. — С. 215).

⁴⁶⁹ Якщо з 1790 по 1867 р. у Пруссії було засновано 225 акціонерних товариств (у середньому 2 товариства за рік), а з 1867 по 1870 р. 54 акціонерних товариства (у середньому 18 за рік), то після видання в червні 1870 р. нового акціонерного закону тільки за один 1870 рік було засновано 34 товариства, за 1871 р. — 259 товариств, за 1872 р. — 504 товариства. Загалом з 1870 по 1874 р. у Пруссії було засновано 857 акціонерних компаній (Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. — СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. — С. 356).

ковість не дуже відрізнялася від прибутковості надійних державних облігацій (4–5 %)⁴⁷⁰.

Серед створених тоді акціонерних компаній було чимало банківських і кредитних установ. До 1870 р. у Німеччині працював 31 акціонерний банк із загальним капіталом 400 млн марок, а за наступні три роки створили 107 нових банків з капіталом у 706 млн марок (серед них Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank та інші).

Найбільшим з нових банків став заснований 10 березня 1870 р. Deutsche Bank, створений для того, щоб подолати англійське лідерство в зовнішній торгівлі, а також щоб забезпечити перевагу нового фінансового центру в Берліні над Гамбургом. Серед засновників банку був Георг фон Сіменс — племінник відомого промисловця Вернера фон Сіменса, одного із творців німецької електротехнічної промисловості. Статутний капітал банку становив 5 млн талерів, на 2 млн було випущено облігацій, які швидко розмістили. Незабаром банк, орієнтований на міжнародну торгівлю, почав створю-

⁴⁷⁰ Дивіденди великих і давно існуючих німецьких акціонерних компаній становили (у середньому з 1870 по 1874 р.): 12,31 % у гірничодобувних товариствах; 8,36 % в акціонерних банках і небанківських кредитних установах; 5,87 % у залізничних товариствах; 6,44 % у всіх інших промислових акціонерних компаніях. Здавалося б, такі дивіденди були справді вищі, ніж відсоток прибутку за державними облігаціями або банківськими депозитами. Однак якщо врахувати велику кількість дрібних і створених тільки в роки грюндерського буму акціонерних компаній, то середній рівень одержаних дивідендів виявиться набагато менше. Прибутковість у приватних (не акціонерних) підприємствах була в ті роки значно вище, до того ж далеко не всі акціонерні компанії регулярно платили дивіденди. Зокрема, у 1878 р. тільки 52 % акціонерних компаній (які володіли 65 % усього акціонерного капіталу) платили дивіденди; у 1883 р. — 66 % компаній (88 % усього акціонерного капіталу); в 1887 р. — 59 % компаній (80 % усього акціонерного капіталу). Потрібно врахувати також значні коливання величини дивідендів, що залежало від коливання курсів акцій залежно від загального стану ринку. Зокрема Credit Mobilier платив дивіденди 13 % у 1854 р., 47 % у 1855 р., 24 % у 1856 р., а в 1857 р., коли настала криза, дивіденди взагалі не виплачувалися. Акції Credit Mobilier (при номіналі в 500 франків) у 1856 р. мали курс 199,5 фр., а в 1870 р. — 87,5 фр. Дармштадтський банк платив дивіденди 2,4 % у 1854 р., 10,67 % у 1855 р., 15 % у 1856 р., 5 % у 1857 р., 5,25 % у 1858 р., 4 % у 1858 р. Його акції в 1856 р. мали курс 170 %, а в 1859 р. — 42 % номіналу. Курс акцій австрійського Creditanstalt знизився від 205 % номіналу в 1856 р. до 42 % в 1859 р. (Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. — СПб.: Тип. министерства финансов, 1898. — С. 79–80).

вати мережу своїх філій — у Шанхаї та Йокогамі в 1872 р., у Лондоні в 1873 р. тощо⁴⁷¹

Дивіденди німецьких банків у 1867 р. були в діапазоні від 9,5% (Берлінський касовий союз) до 4,7% (Лейпцизький банк). «Невисокі дивіденди германських банків порівняно з дивідендами англійських пояснювалися обмеженим обсягом депозитів»⁴⁷². Проте поява акціонерних банків, орієнтованих на інвестиції в промисловість, помітно стимулювала засновницький бум 1870-х років — частка промислових інвестицій зросла від 9% ВВП у 1850-ті роки до понад 17% у 1870-ті роки⁴⁷³.

Хоча загальна кількість акціонерних товариств збільшилася за роки буму в декілька разів⁴⁷⁴, загальна сума їхнього капіталу не дуже зросла, тому що більшість створених під час грюндерського буму акціонерних компаній мали невеликий капітал. Однак кількість випущених акцій швидко збільшувалася, і в 1871–1872 рр. на Берлінській біржі котирувалися акції 780 акціонерних товариств.

Серед грюндерів не було аристократії — це були підприємці нового покоління, які розбагатіли та піднялися завдяки власному таланту та активності. Однак грюндерам не вистачало рафінованості стилю життя, властивого великій буржуазії. Тому, незважаючи на величезні зароблені капітали, їм залишалося лише наслідувати родову знать, хоча витонченість аристократичних ритуалів однаково залишалася для них надто складною.

⁴⁷¹ Klubmann U. Das Kaiserreich. Deutschkand unter preubischer Herrschaft Von Bismarck bis Wilhelm II / U. Klubmann, J. Mohr. — Munchen: Deutsche Verlags-Anstalt, 2014. — S. 135–137.

⁴⁷² Барыши германских банков // Приложение к № 29 Торгового сборника, журнала торговли и финансов. — 1870. — № 29. — С. 323.

⁴⁷³ Silke P. Die Gründerkrise von 1873 und ihre Auswirkungen / P. Silke. — Munchen: GRIN Verlag, 2008. — S. 7–8.

⁴⁷⁴ До 1871 р. у самій лише Пруссії було 296 акціонерних товариств із капіталом 2,4 млрд марок, з них 72% спеціалізувалися на будівництві залізниць, а 11% працювали в гірничодобувній галузі. А тільки з 1871 по 1873 р. у об'єднаний Німеччині створили 928 нових акціонерних товариств із загальним капіталом у 2,78 млрд марок, а також 107 акціонерних банків з капіталом у 740 млн марок (Gömmel R. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19 Jahrhundert bis 1914 / R. Gömmel // Deutsche Börsengeschichte / Rainer Gömmel, Friedrich-Wilhelm Henning, Karl Heinrich Kaufhold, Bernd Rudolph, Rolf Walter. — Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag, 1992. — S. 153–154).

А сама аристократія, незважаючи на багатство, не мала інтересу до підприємництва — престижні державні або дипломатичні посади приваблювали її представників значно більше. Згідно з поширеними у той час уявленнями, будь-який офіцер аристократичного походження, нехай навіть у невеликому чині, за соціальним статусом стояв набагато вище, ніж найбагатший підприємець. Щодо цього Німеччина значно відрізнялася від Америки, де банкіри й промислові магнати завжди вважалися елітою суспільства. Але грюндери, особливо великі та успішні, не дуже цим переймалися — вони пишалися своїми досягненнями і знали, що несуть у собі дух нової індустріальної епохи. Зокрема це стосувалося берлінських банкірів.

Герсон Бляйхредер

У ті роки, коли виник надлишок вільних грошей, багато хто, від банкірів до бідняків, хотів одержати свою частку багатства. Біржова спекуляція захоплювала всіх — заощадження вкладали в акції. Почався спекулятивний ажіотаж, та ще й газети щодня писали про те, як легко можна розбагатіти на біржі. Гроші в створення акціонерних товариств, часто досить сумнівних, вкладали багаті аристократи — князь фон Гогенлое-Ерінген, один із найбільших землевласників Німеччини, і навіть сам Бісмарк. Сучасники часто дорікали йому в тому, що він поєднував керування державою з особистим збагаченням (що він успішно робив з допомогою довіреного банкіра Герсона Бляйхредера).

Коли почалася криза 1873 р., були розмови, що її причиною стали корисливі інтереси Бісмарка, на якого через Бляйхредера нібито впливали Ротшильди. На це Бісмарк, за чутками, говорив про Ротшильда, що той заради спекуляції на біржі готовий поховати всю Європу, а винним однаково буде німецький канцлер. І хоча об'єктивні причини кризи були пов'язані не з операціями Бляйхредера, і не з впливом Ротшильдів, такі настрої в суспільстві призвели до посилення в Німеччині антисемітизму. Адже всі знали, що політична діяльність Бісмарка справді була тісно пов'язана з особистими комерційними операціями за допомогою єврейських банкірів.

Коли Пруссія вирішила продати Кельнсько-Мінденівську залізницю, Бісмарк першим довідався про це. Через Бляйхредера він вигідно придбав її акції для подальшого перепродажу за завищеною ціною. Бляйхредер також купив телеграфну компанію «Вольфше телеграфенбюро», перетворивши потім цю компанію на акціонерне товариство «Континенталь-Телеграфенкомпані», яке мало монопольне становище у німецькій системі зв'язку. Відомі також інші приклади подібних операцій Бісмарка. Показова історія поміщика з Померанії, який продав свій маєток за 250 тис. талерів і потім інвестував капітал в акції Центрального будівельного банку (той сплачував величезні дивіденди — 43%). Прагнучи швидко розбагатіти, поміщик купив акцій на 320 тис. талерів, сплативши 250 тис. готівкою, а 70 тис. позичив у банку. При цьому банк для забезпечення боргу взяв на зберігання акції. Коли їхній курс почав падати, банк став вимагати термінове погашення боргу, а оскільки поміщик не міг цього зробити, примусово розірвав угоду й продав усі акції на біржі. Поміщик не тільки повністю розорився, але й залишився винен банку 20 тисяч талерів.

Особливості акціонерного буму

Створення нових акціонерних товариств часто відбувалося через перетворення на акціонерні товариства вже існуючих підприємств, не дуже прибуткових і без якихось технологічних інновацій⁴⁷⁵. З метою спекуляції випускалася завищена кількість акцій, яка часто в декілька разів перевищувала реальну вартість такого підприємства.

⁴⁷⁵ Заснування акціонерної компанії зазвичай починалася з того, що посередник, що надавав засновницькі послуги, укладав угоду із власником промислового підприємства (зазвичай того, що мало борги). В угоді зазначалося, що за винагороду від 5 до 100 тис. талерів посередник збере засновників акціонерної компанії. Після цього посередник знаходив банк, готовий фінансувати створення акціонерної компанії, і одержував комісійні ще й від банку, а банк знаходив засновників. Під час визначення основного капіталу за основу бралися ціна, названа власником реального промислового підприємства, з додаванням сум комісійних винагород для посередника й для банку (прибуток банку зазвичай в чотири рази перевищував прибуток посередника). Після цього відбувалося формальне заснування акціонерного товариства.

Акції швидко продавали завдяки добре організованій рекламі, за допомогою газет і красиво виданих проспектів емісії. Підкуп преси під час грюндерського буму став поширеною практикою. У Німеччині більша частина газет фінансувалася тими чи іншими банками, що не могло не впливати на зміст публікацій⁴⁷⁶. «Пристрасть до біржової гри з жахливою швидкістю охоплює всі верстви населення» і навіть Берлін, це «філософське й благочестиве місто... має дві щоденні біржові газети, — розкіш, якої не знають ще Париж і Лондон»⁴⁷⁷. Не дивно, що після такої підготовки «старі й молоді, знатні й прості стояли в юрбі всю ніч перед конторою... незважаючи на холод... очікуючи черги. Добуті новини про підписку жадібно розкуповували всі по 8–15 гульденів, хоча ці новини не гарантували отримання акцій»⁴⁷⁸.

Багато акціонерних товариств швидко створювалися, і так само швидко зникали. Особливо зросла кількість будівельних компаній (тільки в Берліні їх було засновано в цей час більше 100), які рекламували плани житлового будівництва. Якби ці плани були реалізовані, то квартир вистачило б на 9 млн осіб, що значно перевищувало населення Берліну. Вся ця бурхлива будівельна активність призвела навіть до виникнення особливого архітектурного стилю епохи грюндерства.

Афери Струсберга та початок «грюндерського краху»

Грюндерський бум тривав недовго. Він супроводжувався не тільки масовим випуском цінних паперів, але й численними біржовими спекуляціями, а також частими випадками шахрайства, що, зрештою, призвело до «грюндерського

⁴⁷⁶ У Франції така практика була поширена не менше, якщо не більше — у березні 1888 року перед початком підписки на акції Assurance financière на публікацію замовлених статей у газетах і журналах було витрачено 2,85 млн франків.

⁴⁷⁷ Journal des Economistes. — 1856. — 15. X. — Р. 59, 66–67.

⁴⁷⁸ Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. — СПб.: Тип. министерства финансов, 1898. — С. 121–122, 133.

краху» 1873 р. Поштовхом до початку краху стало викриття в пруському рейхстазі 7 лютого 1873 р. афер «залізничного короля» Бетеля Генрі Струсберга⁴⁷⁹. У цих спекулятивних операціях брало участь багато відомих політичних діячів (зокрема міністр торгівлі граф Ітценплітц) і представники аристократії. Розпочався скандал, який підігрівали газетними публікаціями.

За короткий час Струсберг створив великий промисловий концерн і побудував не тільки дороги Берлін — Герліц, Бранденбург — Позен, Ганновер — Альтенбекен, але й одержав дозвіл на будівництво в Росії залізниці Брест — Граєво, а в Угорщині — Північно-східної залізниці. Труднощі в Струсберга почалися під час будівництва залізниці в Румунії. Румунський уряд випустив для фінансування проєкту 7,5 % облігації на суму 254 млн франків, зобов'язавшись регулярно сплачувати відсотки, а Струсберг мав до 1872 р. здати декілька готових ділянок дороги. Однак під час будівництва виникли численні проблеми⁴⁸⁰.

⁴⁷⁹ Історія Струсберга, який вирішив розбагатіти на системі генерального підряду (з нею він познайомився в Англії), була типова для епохи грюндерства. Складність застосування генерального підряду в Німеччині полягала в тому, щоб отримати максимальний прибуток законним образом, не порушуючи норми торговельного кодексу (адже акціонерне товариство не можна було заснувати, не довівши, що весь акціонерний капітал розповсюджений серед акціонерів за вартістю не нижче номінальної). Під час використання системи генерального підряду держава передавала весь проєкт будівництва (наприклад, залізниці) одному підприємцеві, оплачуючи підряд акціями. Підприємець міг продавати їх на біржі, але отриманий дохід він мав вносити в касу компанії. Ризики під час використання генерального підряду були значними, тому що не можна було не тільки точно визначити вартість земельної ділянки й будівельних робіт, але й окупності залізниці. Струсберг мав талант успішно долати ці перепони, і якщо у своєму першому проєкті (залізниця Тільзіт-Інсбрук) він був лише посередником, то в наступних проєктах (зокрема Східнопруської залізниці) він став генеральним підрядником, одержавши чималі доходи. За декілька років він перетворився на «пруського залізничного короля» — «людини, що купує все». Докладніше про Струсберга див.: Borchart J. *Der europäische Eisenbahnkönig Bethel Henry Strousberg* / Borchart J. — Munich: C. H. Beck, 1991. — 352 s.; Hunt R. *The Amazing Dr. Strousberg* / R. Hunt. — London, Richard Hunt Publishing, 2009. — 196 p.

⁴⁸⁰ Румунія в той час була нерозвиненою країною, і важко було заздалегідь оцінити витрати для цього проєкту, який на практиці виявився набагато масштабнішим, ніж спершу очікувалося. Терміни будівництва порушилися, і навесні 1870 р. курс румунських облігацій на Берлінській біржі почав падати. У Румунії зросло незадоволення проєктом Струсберга.

Струсберг зрозумів, що не зможе виконати свої зобов'язання щодо термінів будівництва, і йому потрібно було сплачувати кожні шість місяців величезні відсотки (2,5 млн талерів) за румунськими облігаціями. У 1870 р., щоб зібрати цю суму, йому довелося продати за дуже низькою ціною велику кількість цінних паперів із власних резервів, на чому він зазнав збитків у 4 млн талерів. Невдоволення в Румунії набуло форми політичного скандалу, і Струсберг просив прусський уряд видати йому 2,5 млн талерів у борг під заставу цінних паперів. Бісмарк вже був готовий його підтримати, щоб не допустити краху цього одного з найбільших німецьких промисловців, але міністри з кабінету Бісмарка відмовилися, і 1 січня 1871 р. Струсберг оголосив про свою неплатоспроможність. Бісмарк писав щодо цього в одному зі своїх листів графові Карлу де Сент-Вальє: «Наші найбільші магнати... вважали, що Струсберг подарує їм золоте джерело, і багато людей ризикували своєю власністю... Тепер усе це поховане в румунському бруді, багато хто став банкрутом»⁴⁸¹.

Восени 1871 р. Бісмарк доручив справи збанкрутілого Струсберга своїм довіреним банкірам, Герсону Бляйхредеру та Адольфу Ханземану. Вони створили нове акціонерне товариство, якому потрібно було зібрати 15 млн талерів, щоб закінчити будівництво. А Струсберга наприкінці 1875 р. заарештували у Петербурзі через опротестований вексель на 2 млн талерів. Його обвинувачували в тому, що він умовив керівництво Позиково-комерційного банку надати йому великі кредити з порушенням правил. Струсбергу справді вдалося одержати за допомогою змови з керівництвом банку більше 7 млн рублів, і він був ув'язнений на сім років. Концерн Струсберга розпався, і в 1882 р. він повернувся в Берлін банкрутом.

Коли розпочався «грюндерський крах», масовий характер набула практика скорочення основного капіталу акціонерних компаній⁴⁸². Торкнулася криза і акціонерних комер-

⁴⁸¹ Отгер Г. Магнаты. Начало биографии / Г. Отгер. — М.: Прогресс, 1985. — С. 91–92.

⁴⁸² Якщо у 1872 р. не було жодного випадку скорочення, у 1873 р. відзначалося два скорочення на суму 9,6 млн марок, то з 1874 р. скорочення стають масовими (у 1874 р. — 26 скорочень на 65,36 млн марок, у 1875 р. — 28 скорочень на 54,0 млн марок, у 1876 р. — 37 скорочень на 48,42 млн марок, у 1877 р. — 43 скорочення на 66,65 млн марок, у 1878 р. — 37 скорочень

ційних банків, навіть таких великих, як Deutsche Bank. Банку довелося закрити частину своїх філій і переосмислити свою стратегію, орієнтуючись насамперед на внутрішні операції, такі як розміщення державних облігацій. Плани довготермінового інвестування капіталів у промисловість також довелося на час відкласти та зайнятися переважно короткотерміновими торговельними кредитами. Обсяг операцій з державними та муніципальними облігаціями зріс у 1875 р. до 5,5 млрд марок⁴⁸³.

Важке становище на фінансовому ринку зберігалося також у 1875 р. У Берліні «надії, які мала біржа на новий [1875] рік, не виправдалися», хоча й були підстави «припускати... поворот до кращого. Незважаючи на приплив вільних капіталів після надходження значних сум за купонами, біржа продовжує не діяти», і навіть «спекуляція виявляється безсильною», а публіка «так само продовжує триматися відсторонено і незацікавлено»⁴⁸⁴.

Загалом, незважаючи на важкі наслідки «грюндерського краху» 1873 р., не можна недооцінювати позитивні результати акціонерного буму — за три роки в Німеччині побудували велику кількість металургійних і машинобудівних заводів, а також створили більше 900 акціонерних товариства, активи яких досягли 2,8 млрд марок.

на 84,08 млн марок, у 1879 р. — 47 скорочень на 69 млн марок). Ліквідація акціонерних компаній під час «грюндерського краху» торкнулася насамперед нових, недавно створених підприємств. З 203 компаній, заснованих у Пруссії до 1871 р., під час кризи 1873 р. було ліквідовано лише 30 (14,7%). Набагато більше ліквідація торкнулася молодих компаній — з 478 компаній, заснованих у 1872 р., ліквідовано було 138 (28,9%); зі 162, заснованих у 1873 р., ліквідовано було 67 (41,4%); з 30, заснованих у 1874 р., незабаром ліквідували 14 (46,7%) (Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. — СПб.: Тип. министерства финансов (В. Киришбаума), 1898. — С. 141–142, 184).

⁴⁸³ У 1883 р., після поїздки засновника банку Георга фон Сіменса в США, акцент зробили на інвестиції в американські залізниці, і незабаром Deutsche Bank придбав частку в компанії Northern Pacific Railroad. Надалі банк брав участь у фінансуванні будівництва залізниці зі Стамбулу в Багдад, а також інвестував капітали в залізничні проекти в Китаї та Східній Африці (Klubmann U. Das Kaiserreich. Deutschkand unter preubischer Herrschaft Von Bismarck bis Wilhelm II / U. Klubmann, J. Mohr. — Munchen: Deutsche Verlags-Anstalt, 2014. — S. 138).

⁴⁸⁴ Берлін, 7 февралю 1875 р. (Корреспонденция «Финансового обозрения»)// Финансовое обозрение. — 1875. — № 5. — С. 86.

Австрійський ринок цінних паперів: 1848–1873 рр.

Відень — центральноєвропейська столиця капіталу

Після австрійської революції 1848 року, яка прискорила економічні перетворення в країні, Відень став визнаною центральноєвропейською «столицею капіталу». «Добре, легко й безтурботно жилося в тому старому Відні... замість німецької працьовитості... замість цього корисливого прагнення випереджати всіх, у Відні любили неспішно посидіти, докладно поговорити... Живи й дай жити іншим» — такий був загальний віденський принцип... Бідні й багаті, чехи й німці, євреї й християни, незважаючи на жарти один над одним, мирно жили пліч-о-пліч»⁴⁸⁵. Символами неспішного й розслабленого способу життя стали чашка кави та ранкова газета — байдуже, чи це Wiener Tagblatt чи Lemberger Zeitung; і так само неспішні бесіди про політику, біржові курси й моди. «Це було особливе мистецтво жити, яким середні шари австро-угорського суспільства володіли досконало»⁴⁸⁶.

Основними фінансовими центрами, де проводилися операції із цінними паперами, стали Віденська, Празька й Будапештська біржі, навколо яких сформувалися фінансові бізнес-мережі, що поширювали свій вплив у різних регіонах

⁴⁸⁵ Цвейг С. Вчорашний мир. Воспоминания европейца / С.Цвейг. — М.: Радуга, 1991. — С. 59–60.

⁴⁸⁶ Хоча у Ярослава Гашека, Йозефа Рота та Роберта Музіля є деяка ностальгія за Австро-Угорщиною, але її образ не настільки позитивний. «Швейк сказав на користь Австрії декілька теплих слів, а саме, що такий ідіотський монархії не місце в світі» (Гашек Я. Похождения бравого солдата Швейка / Я. Гашек. — <http://www.erlib.com>). У Роберта Музіля, який іронічно називав Австро-Угорщину «Каканія» (від поширеної тоді аббревіатури «к. к.» — «кайзерівсько-королівський»), це країна бюрократії та взаємної ворожості. «У Каканії генія завжди вважали дурнем... Не витримував внутрішньо справжній каканець життя в Каканії» (Музіль Р. Человек без свойств / Р. Музіль. — <http://www.e-reading.link>). Втім, напевно чи у сусідній Пруссії тоді було краще.

імперії. І хоча значення Відня як фінансового центру в загальноєвропейському масштабі було меншим, ніж Берлінської або Паризької бірж, для фінансових ринків Центральної, Південної та Східної Європи саме Відень став основним центром тяжіння.

*«Березнева революція» 1848 р.
і початок індустріалізації*

В австрійському суспільстві, яке цінувало традиції, соціальна модернізація почалася після «Березневої революції» 1848 р. За значенням для економічної лібералізації її можна порівняти з реформою 1861 р. у Російській імперії. Ця революція за часом збігалася з епохою лібералізму, яка починалася в Європі. Втім, в імперії Габсбургів лібералізм мав дещо інший характер, ніж у Франції чи Англії. До середини XIX століття в Австрії практично не існувало середнього класу, а фінансисти й промисловці були тісно пов'язані із правлячою аристократією. Тому будь-які революційні перетворення існуючого порядку їм не були потрібні. А от прискорення економічного розвитку вони вважали економічно вигідним для себе.

Особливістю економічних перетворень в Австрійській імперії була участь у них і німецьких підприємців, і англійських інженерів, і єврейських банкірів — така багатонаціональність тут була значно поширенішою, ніж в інших країнах Європи. Найактивнішими процеси індустріалізації були в Богемії, Моравії та Сілезії. Розвиток промисловості відбувався в Габсбурзькій імперії нерівномірно і залежав від впливу різних чинників — економічних (періоди підйомів і спадів, що відповідали загальносвітовим) і політичних. Перший етап індустріалізації був пов'язаний з бумом залізничного будівництва у 1850–1857 рр., його на якийсь час перервала криза 1857 р. Другий етап індустріалізації з 1867 по 1873 р., який зазвичай називають «грюндерським бумом», закінчився під час «грюндерського краху» 1873 р. Однак він створив потужний імпульс, що вплинув потім на подальшу історію австрійської економіки.

Формування кредитно-фінансової системи

Німецька модель індустріалізації вплинула на Австро-Угорську імперію, особливо на її західні регіони. І хоча австрійська частина монархії Габсбургів була менш розвиненою, ніж Німеччина, банки тут брали активну участь в індустріалізації (на відміну від Угорщини). Коли в 1850-ті роки в Австрійській імперії почалося створення промислових підприємств і будівництво залізниць, джерелами фінансування нових компаній стали акціонерні комерційні банки. Як і в сусідній Німеччині, всі австрійські акціонерні товариства залежали від того чи іншого банку.

У 1840–1850-ті роки були засновані акціонерні комерційні банки, орієнтовані на короткотермінові кредити промисловим підприємствам⁴⁸⁷, — угорський Pest Magyar Kereskedelmi Bank (1841), віденський Niederösterreichische Escompte-Gesellschaft (1853) і Banca Commerciale Triestine у Триєсті (1853). Найвідомішим з таких банків став віденський Credit-Anstalt (повна його назва була Österreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe), заснований у 1855 р. за активної участі Ротшильдів. Незабаром банк відкрив свої регіональні відділення в Празі, Будапешті, Брно, Триєсті та Львові.

Ротшильди, основні конкуренти братів Перейра, не дали їм стати засновниками віденського акціонерного банку Credit-Anstalt. Хоча в боротьбі за сфери впливу в Австрійській імперії Ротшильди однозначно лідирували, відтіснивши братів Перейра, саме в них Ротшильди запозичили вдалу ідею інвестиційного банку, призначеного для фінансування залізничного будівництва та промислових підприємств. У наступні роки було засновано декілька нових подібних банків, зокрема у 1863 р. Anglo-Austrian bank з відділенням у Львові. Саме ці банки, що надавали короткострокові кредити, мали вирішальне значення у фінансуванні розвитку промисловості.

⁴⁸⁷ Депозитні банки почали створюватися дещо раніше — перший такий банк Erste Österreichische Sparkasse заснували у Відні ще в 1819 р., а потім за його прикладом стали створюватися інші такі банки (наприклад, Bohmische Sparkasse у Празі). Надалі, у другій половині XIX століття, система депозитних банків значно розширилася (Albrecht C. The Decision to Establish Savings Banks in Bohemia, 1825–1870 / C. Albrecht // Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays. Edited by John Komlos. — New York: Columbia University Press, 1990. — P. 76–77).

Фінансова криза 1857 року стала рубежем у розвитку фінансової системи Австрійської імперії — епоха приватних банкірських домів остаточно пішла в минуле. Символом цього став крах 5 травня 1859 року відомого в першій половині століття віденського банкірського дому Arnstein und Eskeles після того, як паризький банк Credit Mobilier відмовився оплатити його векселі на суму 30 млн франків. Arnstein und Eskeles «були основними вексельними маклерами столиці... У їхніх руках були зосереджені... грошові операції промисловців Угорщини, Богемії та Сілезії. Фірма пишалася своєю 80-річною історією, а її голова, барон фон Ескелес, поєднував обов'язки директора Національного банку, генерального консула в Данії, голови правління компанії з врахування векселів у Нижній Австрії, голови компанії державних залізниць... після Ротшильда він був найбільшою фінансовою фігурою імперії»⁴⁸⁸.

Зростання значення акціонерних комерційних банків

Після кризи 1857 р. почало зростати значення акціонерних комерційних банків. Особливо активно заснування таких банків відбувалося в Чехії, де були сприятливіші умови для фінансових інновацій. Тут ще у 1820-ті роки почали створювати перші ощадні банки, а в 1830-ті роки — перші страхові компанії. Найвідомішими чеськими акціонерними банками стали Mährische Escompte-Bank (1862), Bohmische Escompte Bank (1863), Zivnobanka (1863). Ці та інші чеські банки активно фінансували розвиток цукрової промисловості, а Zivnobanka став не просто інвестиційним, а справжнім універсальним банком, подібним до німецьких універсальних банків. Розвиток банківської системи в індустріально розвиненій Чехії доповнювався відкриттям у травні 1871 р. Празької біржі⁴⁸⁹.

Хоча банківська система Австро-Угорщини формувалася за прикладом німецької (а також почасти французької),

⁴⁸⁸ Маркс К. Чрезвычайно важные известия из Вены / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. — 2 изд. — Т. 13. — С. 353.

⁴⁸⁹ Rudolph R.L. Banking and Industrialization in Austria-Hungary: The Role of Banks in the Industrialization of the Czech Crownlands, 1873–1914 / R. L. Rudolph. — Cambridge: Cambridge University Press, 2008. — P. 69–72.

у ній були специфічні елементи, характерні для Габсбурзької імперії — організація двонаціонального Австро-Угорського банку, система земельних банків *Landesbanken* та ін. Багатонаціональна природа фінансової системи імперії добре проявилася під час створення найбільшого віденського акціонерного банку *Credit-Anstalt* і підписки на його акції. Тоді 40 % акцій придбали банкірські дома Ротшильдів у Відні, Франкфурті й Парижі, 50 % — впливові представники австрійської, угорської й богемської родової аристократії, 10 % — празькі приватні банкіри. Співвласниками акціонерного капіталу стали не тільки представники правлячої династії, а й родова аристократія з Угорщини й Богемії, а також заможні віденські єврейські банкіри⁴⁹⁰.

Під час заснування банків в Австро-Угорщині рекламна кампанія в пресі (а іноді прямий її підкуп) була звичайною справою, так само як у Німеччині та Франції. Перед заснуванням у Відні банку *Credit-Anstalt* усі редакції великих газет одержали по 500 акцій, ставши акціонерами банку. Після цього вони, звісно, були зацікавлені в його прибутковості. Співробітникам редакції газет пропонувалося навіть отримати в певний день авансом дивіденди, 15–80 гульденів⁴⁹¹ на кожну акцію, чим вони і скористалися⁴⁹².

У роки грюндерського буму кінця 1860 — початку 1870-х були створені міжнародні банки зі змішаним капіталом — Англо-австрійський банк у Відні, Франко-австрійський у Відні та Франко-угорський у Будапешті (хоча останні два банки не були безпосередньо пов'язані із Францією, а їх співзасновником став франкфуртський банк *Erlanger*). Віденські банки почали брати активну участь у фінансуванні будівництва залізниць, особливо — контрольований Ротшильдами банк

⁴⁹⁰ Wurm S. The Development of Austrian Financial Institutions in Central, Eastern and South-Eastern Europe / S. Wurm. Comparative European Economic History Studies Working Paper Series Number 31. November 2006. — Vienna: University of Applied Sciences of Vienna, 2006. — P. 26.

⁴⁹¹ Гульден — грошова одиниця Австрійської імперії, за курсовою вартістю дорівнювала угорському флорину. У цитатах з різних джерел суми капіталів акціонерних компаній, обсяги емісії цінних паперів тощо наводять як у гульденах, так і у флоринах.

⁴⁹² Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. — СПб.: Тип. министерства финансов (В. Киршбаума), 1898. — С. 121–122.

Credit-Anstalt⁴⁹³. Більшість таких банків, що розміщали облігації залізничних компаній і промислових підприємств, збанкрутували під час кризи 1873 року.

Створення Австро-Угорщини та економічний підйом кінця 1860-х років

Перша половина 1860-х років, перед створенням у 1867 р. Австро-Угорської імперії, виявилася не дуже сприятливим часом для економічного зростання та розвитку ринку цінних паперів. Низький курс державних цінних паперів став причиною того, що процентну ставку підвищили до 7 % (значно більше, ніж в Англії — 3,3 % і Франції — 4,7 %). У залізничному будівництві почався застій, що призвело до гальмування розвитку металургійної промисловості. Неврожаї 1863 і 1864 рр., а також кризові явища, що поширилися також на легку промисловість, спричинили загальну стагнацію в економіці. Вона досягла свого максимуму під час політичної кризи 1865–1866 рр. (поразка у війні із Пруссією, відставка ліберального кабінету міністрів і призупинення дії конституції), яка за часом збігалася з економічною кризою 1866 р.

Новий підйом був пов'язаний зі створенням у 1867 р. Австро-Угорської імперії після об'єднання Австрійської імперії з Угорським королівством. Незважаючи на драматичні події «грюндерського краху» 1873 р., почався період відносної стабільності, який тривав до Першої світової війни з періодичними кризами, звичайними для ринкової економіки. Це було «золоте століття надійності», як його ностальгічно називали після Першої світової війни. Здавалося, що в «тисячолітній» Габсбурзькій монархії все було вічним і незмінним, і щодня над нею так само незмінно вставало «імператорсько-королівське» сонце. «Імператорсько-королівським» (Kaiserlich und Koeniglich, що символізувало

⁴⁹³ Державні залізниці у Габсбурзькій імперії були розвинені більше, ніж в інших країнах Європи (у 1854 р. загальна довжина залізниць становила 2617 км, з них державних було 1852 км). Однак бюджетно-фінансові утруднення під час Кримської війни 1853–1856 рр. привели до того, що від ідеї державних залізниць ненадовго довелося відмовитися. А вже у 1873 р., коли загальна довжина залізничної мережі досягла 9600 кілометрів, 90 % цієї мережі належало державі.

двоєдину Австро-Угорську монархію) у той час називалося все, від армії до залізниць і банків.

Така траєкторія розвитку, орієнтована на надійність і сталість, сформувалася в перші роки після створення Австро-Угорської імперії — у «сім багатих років» грюндерського буму до кризи 1873 р. В Австро-Угорщині, як і в багатьох інших країнах Європи, настала епоха класичного лібералізму, коли віра в цивілізацію та прогрес, у свободу торгівлі й вільний рух капіталів здавалася непорушною істиною.

Спекулятивний бум розпочався саме в Австрії, тому що до цієї країни підприємці мали більше довіри, ніж до Франції чи Німеччини, які готувалися до нової війни. Найбільше спекуляція поширилася в Угорщині, де впливові особи захопилися залізничними проектами. Після об'єднання Угорщини з Австрією для цих проектів виникли сприятливі умови, бо європейський фінансовий ринок охоче надавав для них капітали.

Акціонерне засновництво 1860-х — початку 1870-х років

Заснування акціонерних компаній в Австрії стало масовим після видання першого акціонерного закону («Закон про товариства» від 26 листопада 1852 року), доповненого потім законами 1862 і 1906 рр. За один тільки 1857 рік заснували одразу декілька залізничних компаній із сумарним капіталом 100 млн гульденів. Крім того, з 1853 по 1857 р. заснували декілька банків, зокрема іпотечних⁴⁹⁴ із загальним капіталом 350 млн гульденів, залізничних компаній з капіталом 250 млн гульденів і страхових компаній з капіталом 100 млн гульденів. Як і в сусідній Німеччині, перший період активного засновництва закінчився кризою 1857 року.

Нова хвиля створення акціонерних компаній почалася після закінчення кризи 1856–1857 рр., а справжній бум — у 1869 р. Тоді тільки за один рік заснували 141 нове акціо-

⁴⁹⁴ Першим іпотечним банком, організованим за прусською моделлю, став Galizische Landständische Credit-Anstalt, заснований у Галичині у 1841 році. У 1863 р. почали роботу угорський іпотечний банк Magyar Földhitelintézet, а також австрійський Allgemeine Österreichische Boden-Credit-Anstalt (заснований в 1863 р.).

нерне товариство (у 1868 р. — лише 5) із загальним капіталом у 517 млн флоринів. Найбільшим цей бум став у Відні — у травні 1869 р. сукупний капітал недавно заснованих там підприємств досяг 982 млн флоринів, зокрема капітал акціонерних товариств — 470 млн флоринів⁴⁹⁵.

Цей засновницький бум став можливим завдяки легкодоступному кредиту⁴⁹⁶. Для зниження спекулятивного ажіотажу австрійський національний банк наприкінці липня змушений був підвищити ставку з 4,5 % до 5%; але це зробили надто пізно. До осені 1859 р. вартість кредиту підвищилася, навіть виник дефіцит капіталів, але учасники ринку вже поринули в ризиковану спекулятивну гру.

Економічний підйом кінця 1860-х років в Австро-Угорщині багато в чому був схожий на грюндерський бум у Німеччині. Проведена урядом у 1860-ті роки ліберальна політика щодо створення акціонерних товариств і розвитку ринків цінних паперів призвела до того, що в Австро-Угорщині почався засновницький ажіотаж, який підсилювався великою кількістю легкодоступних і незабезпечених кредитів, наданих недавно створеними банками. Однак економіка Австрійської імперії була розвинена набагато слабкіше, ніж у Німеччині. Лише в деяких місцях (у Відні, Нейштадті, Трієсті, Празі) з'явилися машинобудівні заводи та інші промислові підприємства, які можна було порівняти з німецькими.

Однак, незважаючи на це відставання в промисловому розвитку, у Відні на початку 1870 р. відкрилося 20 нових акціонерних банків (у Берліні в цей час був тільки один такий банк — Kassenferain з капіталом 1 млн талерів), а капітал найбільшого з віденських банків, Credit-Anstalt, становив 40 млн талерів. Крім того, в Австрії поширилися кредитні компанії (Maklerbanken), які з'явилися спочатку в Німеччині, а також

⁴⁹⁵ В Угорщині, у Пешті, на початку 1868 р. була лише 21 акціонерна компанія, загальний капітал яких не перевищував 30 млн флоринів, але до вересня 1869 р. там уже діяло 99 товариств, що мали номінальний капітал 135 млн, з яких 100 мільйонів було вже сплачено. У пештському вексельному суді було зареєстровано з лютого 1868 р. по вересень 1869 р. 84 товариства із загальною сумою капіталу 326,8 млн флоринів.

⁴⁹⁶ Тільки у Відні було в 1869 році 28 кредитних організацій (23 з них — акціонерні банки з капіталом 387,6 млн флоринів; 15 із цих банків були створені у Відні за 1869 рік. Загалом в Австро-Угорщині у 1869 р. було 59 акціонерних банків із сумарним капіталом 132,2 млн гульденів — 40 із них створені за один 1869 рік (у 1868 р. було створено 6 банків).

компанії, що надавали кредити на нерухомість (Baubanken). Спершу під час надання іпотечного кредиту на один рік видавалася розписка, але потім Національний банк Австрії дозволив надавати кредити на нерухомість у формі іпотечних облігацій з терміном погашення один рік. Згодом цей термін збільшили до шести, і зрештою до дванадцяти років.

Якщо до 1860-х років в Австрії «розвиток акціонерної справи відбувався... паралельно із германським», то після 1860-х років «Австрія значно перевершила свого суперника, і не на війні, а на полі відчайдушної спекуляції... В усьому світі негативні сторони акціонерної справи не проявилися з такою силою та у таких розмірах, як в Австрії»⁴⁹⁷.

Хоча австрійський ринок акцій почав розвиватися пізніше, ніж у Німеччині, у 1850-ті роки на Віденській біржі обсяг операцій з ними зростав дуже швидко. Акції були поширені навіть більше, ніж на Берлінській біржі — кількість їх найменувань зросла із 42 у 1854 р. до 96 у 1867 р. і 154 у 1873 р. А в 1869 р. на віденському ринку цінних паперів з'явилася велика кількість залізничних акцій на загальну суму 43,7 млн флоринів. Залізничними паперами справа не обмежилася — не минало й тижня без того, щоб якийсь новий банк або промислове підприємство не пропонувало власні папери на біржі. Протягом 6 чи 8 місяців на ринку з'явилися акції 38 нових підприємств із сумарним капіталом 98,8 млн гульденів.

У 1871 р. в Австро-Угорщині було вже 376 акціонерних компаній із загальним капіталом 1,9 млрд гульденів (з них 6 млн — акціонерний капітал, 1271 млн — облігаційний). У 1873 р. акціонерних компаній стало 900, вони мали сукупний капітал 2,4 млрд гульденів (акціонерний капітал — 200 млн гульденів, облігаційний — 2200 млн гульденів). «Борги перевершували активи підприємств в 11 разів, що не могло не вибухнути кризою», тому що давно відомо, що «необдумане користування облігаційними позиками веде... до неспроможності навіть досить серйозні підприємства». Мабуть, «величезний розмір облігаційних позик» пояснювався «несумлінністю й легковажністю керівних осіб»⁴⁹⁸.

⁴⁹⁷ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. — К: Университетская типография, 1878 (репринт. — М.: Статут, 2000). — С. 105.

⁴⁹⁸ Привилегированные акции и облигации // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 45. — С. 486.

У 1871 р. в Австро-Угорщині емісія цінних паперів значно зросла й досягла 544,6 млн гульденів (2 державні позики на 33 млн гульденів; 5 міських позик на 14 млн; папери 30 акціонерних банків на 115,2 млн; 34 залізничних товариств на 305,2 млн; 36 промислових підприємств на 77,2 млн). У 1872 р. сума випущених паперів досягла 1108 млн гульденів (державна позики на 40 млн; 7 міських позик на 14,8 млн; 87 найменувань паперів банків на 420,95 млн; 35 найменувань — залізничних компаній на 251,11 млн; 131 найменування — промислових підприємств на 381,14 млн)⁴⁹⁹.

Особливо високими були темпи економічного зростання в Угорщині (незважаючи на її загальний більш низький рівень промислового розвитку) — до 3 % на рік, у той час як в австрійській частині імперії — 2,5 %⁵⁰⁰. Посилювалася територіальна спеціалізація — у Моравії й Словенії розвивалася металургійна та військова промисловість; у Богемії, Верхній Сілезії та Центральній Угорщині — текстильна й харчова промисловості; Галичина, Буковина й Трансильванія залишалися аграрними регіонами.

Бурхливе акціонерне засновництво у 1869–1870-ті роки могло створювати враження, що торгівля й промисловість в Австро-Угорщині настільки добре розвинені, що, наприклад, тільки для перевезення вантажів і пасажирів водними шляхами справді з'явилася реальна потреба в створенні 11 нових судноплавних компаній з капіталом у 20 млн флоринів. Однак уже в 1870 р. (особливо після нетривалого спаду засновницької активності під час біржової паніки у Відні у 1870 р.) частіше можна було почути розмови, що більша частина акціонерних компаній «дуті», а насправді в промисловості та торгівлі посилюється стагнація⁵⁰¹.

⁴⁹⁹ Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. — СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. — С. 355.

⁵⁰⁰ Исламов Т. М. Распад Австро-Венгерской монархии и его последствия в политической эволюции Среднеевропейского региона / Т. М. Исламов // Первая мировая война. Пролог XX века / Отв. ред. В. Л. Мальков. — М.: Наука, 1998. — С. 349.

⁵⁰¹ Концентрація промислових компаній також була нерівномірною — у Нижній Австрії наприкінці XIX століття на 100 кв. км було в середньому 16 підприємств, у Чехії — 10,5; у Галичині, Буковині, Далмації й Тіролі — лише по одному підприємству. Все ще багато було дрібних компаній з низьким рівнем технологічних інновацій (Шимов Я. Австро-Венгерская империя / Я. Шимов. — М.: Эксмо, 2003. — С. 307).

Втім, незважаючи на зростання застійних тенденцій і нетривалу біржову паніку 1870 року, акціонерний бум тривав. І хоча з 32 банків, заснованих у 1869 році, 11 припинило своє існування під час періоду нестабільності на біржі 1870 р., цей тривожний сигнал не привернув належної уваги. І за наступні три роки було засновано 58 нових банків.

З 1871 р. у Відні та Берліні почалася справжня банкоманія, яка доходила до того, що будівельні компанії перетворювали на банки; навіть біржові маклери засновували свої «маклерські банки». Багато із цих банків зайнялися ризикованими операціями, зокрема взяли участь у таких залізничних проєктах і будівельних компаніях, які могли дати дохід лише у віддаленому майбутньому. З початком кризи ці банки одразу припинили платежі.

Особливо важливе значення у Відні та Берліні мали тоді будівельні банки, що виникли шляхом перетворення звичайних будівельних компаній. Спекулятивні операції в будівництві були засновані на зростанні попиту на житло. Усі настільки захопилися грою на підвищення, що навіть конкуренція не зменшувала цін⁵⁰².

Під час грюндерського буму на початку 1870-х років особливий розквіт переживала Віденська біржа. «На Віденській біржі операції відбуваються тим же способом, як на Берлінській і Паризькій». До початку 1870 років у котируваннях біржі перебували переважно австрійські та угорські цінні папери, а перед кризою «можна було помітити деякі іноземні папери»⁵⁰³.

У березні 1872 р., коли гра на підвищення була в розпалі, австрійський уряд спробував контролювати засновництво та випуск нових цінних паперів. Тоді майже щодня в кожному номері свіжих віденських газет можна було знайти повідомлення про одержання однієї або двох концесій на заснування нового банку. Міністр внутрішніх справ не хотів дозволяти

⁵⁰² «Щодо ризикованості будівельних спекуляцій Відень набагато випереджав Берлін, незважаючи на те, що будинки там зазвичай відрізнялися більшим смаком та більшою міцністю, ніж у Берліні» (Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. — СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. — С. 367).

⁵⁰³ Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обозрение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. — СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. — С. 125.

більш однієї такої публікації на день, але засновники переконали його дозволити дві публікації на день. А в червні велика французька позика створила новий стимул для спекуляції, і настрій на біржах був піднесений.

Криза на Віденській біржі

Символом економічних успіхів Австро-Угорщині мала стати V Всесвітня виставка у Відні у 1873 р.⁵⁰⁴. Імператор Франц Йосиф особисто контролював підготовку до виставки — передбачалося, що її відвідають 20 млн осіб, і це могло б дати значний прибуток для державного бюджету. У виставці брало участь 15 тисяч австрійських компаній, 7 тисяч німецьких і 700 американських. Але фінансова криза, яка почалася 9 травня 1873 року на Віденській біржі, затьмарила роботу виставки. Це був знаменитий «грюндерський крах».

Прискорив початок кризи бум на ринку нерухомості в Австро-Угорщині й Німеччини, а також величезні розміри незабезпечених кредитів на нерухомість. Перед кризою ціни на нерухомість стрімко зростали, і в Австро-Угорщині створили велику кількість акціонерних банків, що спеціалізувалися на іпотечних кредитах; при цьому стали широко використовувати іпотечні цінні папери. Коли курси цінних паперів впали, на Віденській біржі почалася паніка. Газети поширювали чутки про близький крах найбільшого банку Credit-Anstalt. Вкладники масово забирали свої гроші та продавали цінні папери, що посилювало загальну нестабільність.

Перед початком «віденського краху» дехто ще мав необґрунтовані надії, що відкриття 1 травня 1873 р. Всесвітньої виставки у Відні призведе до активних продажів промислової продукції та зупинить процеси дестабілізації ринків, які вже почалися. Але саме по собі відкриття виставки, звісно, не змогло загальмувати кризу, яка почалася в Австро-Угорщині 5 травня 1873 р. після банкрутства банку Credit-Anstalt.

Після цього на біржі виникла паніка, і більшість найменувань цінних паперів зникли з лістингу. «Цінні папери на біржі вкрай нестабільні... Продається безліч цінностей, а що вони

⁵⁰⁴ Перші чотири виставки були в Лондоні (у 1851 і 1862 рр.) і в Парижі (1855 і 1867 рр.).

насправді коштують? І попиту ніякого. Курси всіх акцій ко-
тяться вниз», а «грошей не можна дістати під жодні відсотки»,
тому що «над грошовим ринком навис дамоклів меч загаль-
ного краху»⁵⁰⁵. Курси акцій усіх товариств значно знизили-
ся — падіння було настільки великим, що звичайними стали
співвідношення курсів 276 до 75, 145 до 65, 313 до 142, 273
до 95, 258 до 52 тощо. Загальні втрати на падінні курсів акцій
досягли лише за півтора місяця 300 млн флоринів. А загалом
за 1873 рік збитки на падінні курсів залізничних акцій стано-
вили 105,1 млн гульденів, промислових акцій — 135,8 млн
гульденів. Лише в Австрії довелося ліквідувати 112 акціонер-
них компаній з капіталом 262 млн флоринів; загальна кіль-
кість банкрутств досягла 1250. В одному тільки Відні було
більше тисячі самогубств.

У банківській сфері також були великі втрати. У самій
лише Австрії ліквідували 40 банків з капіталом 3000 млн
гульденів, 6 страхових компаній (52 млн гульденів), 18 бу-
дівельних компаній (64,6 млн гульденів)⁵⁰⁶. На початку
1873 р. прибутковість капіталу акціонерних банків (у сумі —
160 млн гульденів) становила 6,2 %, і було сплачено 10,5 млн
дивідендів. Під час кризи банки (сукупний капітал яких дося-
гав 190 млн гульденів) зазнали збитків, що досягли 162 млн
гульденів, і втрати капіталів доходили «у середньому до
42 %»⁵⁰⁷. Щоб запобігти повному краху фінансової системи,
Ротшильди надали Австро-Угорщині велику позику. Після
кризи почався період економічного спаду, що тривав до се-
редини 1880-х років, під час якого значні фінансові ресурси
були переміщені з фінансової у виробничу сферу.

⁵⁰⁵ Гашек не уточнює, про яку саме кризу на австро-угорських біржах йдеть-
ся, але це неважливо — усі біржові кризи були схожі (Гашек Я. Финансовый
кризис / Я. Гашек. — <http://www.lib.aldebaran.ru>).

⁵⁰⁶ Кількість банків та інших кредитних організацій скоротилася від 131 на-
прикінці 1872 року до 102 у 1873 р., 75 у 1884 р. і продовжувала постійно
знижуватися в наступні роки до 53 у 1879 р. Ще помітнішим було скорочен-
ня кількості акціонерних банків — від 69 на початку 1873 р. до 28 у 1874 р.
і 14 у 1879 р. Після 1880 року кількість банків (зокрема акціонерних) зно-
ву стала повільно зростати (A History of Banking in all the Leading Nations.
Vols 1–4. Vol. 4. Germany, Austria-Hungary, Netherlands, Scandinavian Nations,
Japan, China. — New York: The Journal of Commerce and Commercial Bulletin,
1896. — P. 131–132).

⁵⁰⁷ О новой системе статистики доходности акционерных товариществ // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 47. — С. 359.

Наслідки «віденського краху» були настільки значними, що тривалий час підприємці в Австро-Угорщині відчували недовіру до біржі та ринку цінних паперів. Криза помітно загальмувала розвиток економіки, і після краху Віденської біржі виникли проблеми з фінансуванням будівництва досі не закінченої залізниці в Галичині (до того ж система субпідрядних контрактів у цьому проєкті була складною й заплутаною). Фінансування будівництва дороги практично призупинилося, і в 1875 р. незакінчену залізницю викупив уряд Австрії за 2,1 млн крон.

У 1874 р. австрійський парламент створив спеціальний комітет для вивчення причин кризи 1873 року. Комітет порушив перед урядом багато питань, «відповіді на які містилися у великому томі, виданому у жовтні 1874 р.». Незабаром після цього комітет опублікував свій звіт, у якому називав основні, на його думку, причини кризи 1873 року. Основною з них було «перебільшення можливостей капіталу» без урахування меж реальної «прибутковості народу і його здатності до заощаджень». Наступною причиною стало «зловживання приватним кредитом» і «безчесне користування цим кредитом для найризикованіших підприємств», що стало «очікуваним наслідком надмірної спекуляції». Усе це відбувалося в умовах масового ажіотажу, коли в біржових угодах взяло участь надто багато осіб, які захопилися спекулятивними операціями і вклали в них величезні капітали. Посилювала нестабільність фінансового ринку «система урядових концесій акціонерним товариствам», яка призводила до заснування спекулятивних банків, які проводили різні операції, «не маючи для того необхідного капіталу». Прискорили початок кризи також «безпідставні надії 1871 року щодо наслідків... припливу до Німеччини французьких мільярдів»⁵⁰⁸.

Серед причин, що підштовхнули наближення кризи, був і звичайний у такі періоди рекламний ажіотаж у віденській біржовій пресі, який роздувався за допомогою замовлених публікацій. «Продажність преси не тільки підготувала, а й створила віденську кризу», і саме «продажна преса» дала можливість «зухвалим обманом» спокусити довірливих інвесторів ризикованими операціями «геніальних талантів» — до-

⁵⁰⁸ Причини кризиса 1873 года в Австрии // Финансовое обозрение. — 1875. — № 15. — С. 322.

свідчених біржових гравців. «Зловживання преси», цей «різновид публічної продажності» — це «ганебна пляма нашого часу»⁵⁰⁹.

«Віденський крах став нещадним викривачем спекуляцій засновників», і головна «заслуга краху саме в тому, що у всіх урядових сферах Європи й Америки» сформувалося нарешті розуміння «необхідності суворих законодавчих заходів для захисту майнових інтересів акціонерів від сваволі правліль і фіктивних зборів»⁵¹⁰.

Дестабілізація ринку цінних паперів в Австро-Угорщині та «віденський крах» були спричинені тими самими об'єктивними причинами, що і в Німеччині, — надто швидким економічним розвитком країни з недостатньо сформованою фінансовою системою, спекулятивним акціонерним бумом і великою кількістю доступних і незабезпечених кредитів. Внаслідок кризи уряд Австро-Угорщини запровадив обмеження на операції із цінними паперами, а розвиток акціонерних компаній і ринків акцій загальмувався до початку XX століття.

Міжнародна криза 1873 р. і «перша Велика депресія»

Міжнародна криза 1873 року стала, мабуть, найдраматичнішою у XIX столітті. Під час загального підйому 1860-х років інвестори з Великої Британії та континентальної Європи знову почали масштабні спекуляції з акціями численних залізни-

⁵⁰⁹ Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 21. — С. 463.

⁵¹⁰ «Усі конгреси економістів, уся економічна преса категорично висловлювалася й висловлюється, що головна причина зла криється в зловживаннях правліль». Однак «новітній винахід для полегшення організації фіктивних зборів... наймання акцій для одержання права голосу» підтверджує, що всі викриття зловживань в акціонерних товариствах «не дуже лякають спекулянтів», які продовжують удосконалювати свої винаходи «так само спокійно, як і колись» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 24. — С. 517).

ць, які масово будували в США, Латинській Америці та інших регіонах світу. На додаток до цього величезна сума французьких репарацій, сплачених Німеччині після франко-прусської війни, спричинила ажіотаж на германському та австрійському ринках нерухомості. Коли спекулятивний пузир в Австрії та Німеччині лопнув, почалося падіння на ринках цінних паперів у Відні, Берліні та Амстердамі. Через деякий час це вплинуло на США, де якраз був у розпалі бум навколо цінних паперів залізниць. Після паніки на Уолл-стріт у вересні 1873 р. почалася друга хвиля кризи, що накрила Європу. Більша частина світу поринула в тривалу економічну депресію.

«Віденський крах»

Почалися події кризи 1873 року у Відні. Об'єднання Австрії з Угорщиною в 1869 р. посилило загальний засновницький і біржовий бум 1860-х років. У порівнянні з іншими країнами, в Австрії цей бум став найбільш спекулятивним і відірваним від реальних потреб економіки. Ринок переповняла величезна кількість цінних паперів нових промислових компаній і банків (з 1869 по 1870 р. одних тільки залізничних акцій було випущено на 43,7 млн флоринів). Крім залізничних компаній, цінні папери випускали нові акціонерні банки й промислові підприємства⁵¹¹.

До початку 1870-х років у котируваннях Віденської біржі були переважно австрійські й угорські цінні папери, а перед кризою з'явилися іноземні папери. Віденська біржа до кризи 1873 року «займала передове положення між європейськими біржами», однак через декілька років вона «втратила останні ознаки своєї самостійності». Міністерство фінансів Австрії вважало надмірне захоплення Віденської біржі спекулятивни-

⁵¹¹ За 6–8 місяців 1869 року на ринку з'явилися акції 38 нових компаній на суму 97,8 млн флоринів. У 1870 р. 37 нових компаній випустили акцій на суму 193,03 млн фл. А в 1871 р. були випущені папери 261 компанії на загальну суму 1108 млн фл. (з них на 40 млн фл. облігації однієї державної позики, на 14,8 млн облігації семи міських позик, а також акції — 87 банків на 420,96 млн фл., 35 залізничних підприємств на 251,11 млн фл., 131 промислового підприємства на 381,14 млн фл. (Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. — СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. — С. 354–355).

ми операціями «чинником несприятливого впливу на зовнішній державний кредит Австрії»⁵¹².

У 1870–1873 рр. в Австрії заснували 528 акціонерних компаній, які випустили цінних паперів на 2,5 млрд флоринів, хоча в біржових операціях давно вже намітилася тенденція зниження кількості реальних операцій з купівлі-продажу цінних паперів. Зокрема, 7 листопада 1857 року на Віденській біржі було 90 тис. угод на 2 млн акцій вартістю 452 млн флоринів, але лише близько 8 % цих угод передбачали фактичний продаж цінних паперів інвесторам, а всі інші були пов'язані зі спекуляціями на різниці курсів⁵¹³.

З 1870 р. основний напрямок грюндерського буму був пов'язаний вже не із залізничними акціонерними товариствами, а з банками й будівельними компаніями, які часто створювали лише з метою одержати прибуток від продажу акцій. На початку 1870-х років мода на створення нових банків була настільки сильною, що навіть будівельні компанії формально перетворювали на банки, і коли почалася криза на Віденській біржі, їх першими накрила хвиля банкрутств.

Об'єктом бурхливої спекуляції стали земельні ділянки у Відні. Їх було так багато, що для їхньої забудови потрібно було декілька десятиліть, а ціни на землю, будинки й квартири зросли до неймовірного рівня. У багатьох випадках будівельні компанії взагалі не намагалися щось робити на придбаних ділянках, а займалися спекулятивними операціями з їхнього перепродажу. У такий спосіб прибуток можна було отримати набагато швидше, ніж від забудови.

У 1872 році засновницька гарячка у Відні (та участь довірливої публіки в спекуляції цінними паперами на біржі) досягли такого масштабу, що неважко було передбачити наближення краху. Ажіотаж на біржі тривав навіть після того, коли в промисловості й торгівлі вже почався явний спад. «Австрійські банкіри та акціонерні банки, які не мали власних капіталів, не знаходили їхнього надлишку в самій Австрії», тому в своїх операціях могли бути тільки «комісіонерами іноземних грошових бірж». Вони лише надали можливість скори-

⁵¹² Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. — 1876. — № 2. — С. 16.

⁵¹³ Neuwirth J. Bankakte Und Bankstreit In Oesterreich-Ungarn, 1862–1873 (1873) / J. Neuwirth. — Wien: Kessinger Publishing's (Photocopy Edition), 2010. — S. 18–19, 66–67.

статися цими проєктами лідерам «фінансових спекуляцій для досягнення своїх особистих корисливих цілей»⁵¹⁴.

Оскільки роздування спекулятивного пузиря — явище не тільки економічне, але й психологічне, іноді важко точно визначити момент настання краху. Втім, на Віденській біржі його початок відомий — 9 травня, в «чорну п'ятницю». «Біржова спекуляція останнім часом досягла апогею свого розвитку, і особливо яскравим її прикладом став Віденський крах у 1873 році, який виник... завдяки відчайдушній біржовій спекуляції... і мав відгомін не тільки в Європі, але і в Америці»⁵¹⁵. «За 24 години акції знецінилися на сотні мільйонів», і навіть із найкращими цінними паперами «ніякі угоди не відбувалися»⁵¹⁶. «У дні 8 і 9 травня Віденська біржа просто збожеволіла від страху. Бурхливі сцени, які там можна було бачити, мали майже революційний характер... більшість усіх паперів, які котирувалися на Віденській біржі, у ці два дні швидко й нестримно втрачали будь-яку цінність. Всі біржові угоди припинилися. Панував цілковитий хаос»⁵¹⁷. За перший день краху, 8 травня, призупинили платежі 150 компаній, за другий день — ще 120 компаній⁵¹⁸. За декілька наступних днів збанкрутувало більше 300 компаній. Кредит був повністю паралізований, і операції проводилися тільки за готівку⁵¹⁹.

З 31 березня по 28 листопада 1873 року падіння курсів акцій становило для будівельних компаній 74 %, банків 58 %, промислових підприємств 49 %, транспортних (переважно залізничних) компаній 20 %. Постраждали насамперед дрібні акціонерні товариства. Збанкрутували 22 банки, а 17 пе-

⁵¹⁴ Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. — 1876. — № 3. — С. 33.

⁵¹⁵ Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. — СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. — С. XV.

⁵¹⁶ Schaffle E. F. Gesammelte Aufsätze / E. F. Schaffle. — Tübingen: Laupp, 1885. — S. 109.

⁵¹⁷ Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. — СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. — С. 403.

⁵¹⁸ Silke P. Die Gründerkrise von 1873 und ihre Auswirkungen / P. Silke. — München: GRIN Verlag, 2008. — S. 9.

⁵¹⁹ Vienna's Fair // The New York Times. — 1873. — May 25; Vienna // The New York Times. — 1873. — May 28.

ребували на межі краху. Для ліквідації наслідків віденської кризи 18 грудня 1873 р. випустили угорську облігаційну позику на 76 млн флоринів. Прибутковість облігацій була високою — 9,5 %, і позику успішно розмістили на європейських біржах⁵²⁰.

Вплив «віденського краху» досяг свого максимуму в 1874 р., і саме тоді відзначалося найбільше зростання кількості самогубств. У 1872 р. відзначали 141 випадок, у 1873 р. їх було вже 153, у 1874 р. — 216. Це збільшення «єдиною своєю причиною мало економічну катастрофу», адже найвищим «воно було в найгостріший момент кризи, протягом перших 4 місяців 1874 р.»⁵²¹.

Наприкінці листопада 1874 року фінансова преса писала, що незважаючи на час, який вже минув після кризи 1873 року, казати про якесь поліпшення немає підстав. «Мимоволі постає питання... наскільки покращилися обставини із часу останньої, усім пам'ятної кризи». В Австро-Угорщині за минулий рік усі галузі «ледве животіють», використовуючи будь-які способи та кошти, щоб «дати своїм акціонерам хоч якісь дивіденди». Надзвичайно поширилася «спекуляція паперами за власний кошт... у найширших масштабах», від чого «багато банків називають Parasitbanken». І хоча «новий закон про біржі в Австрії та закон про акціонерні товариства... стали темою палких суперечок» між підприємцями й біржовиками, якщо підбити підсумок подій у Відні, то навіть в разі «самого оптимістичного погляду результат буде невтішним»⁵²². Внаслідок кризи до кінця 1876 р. в Австрії дефіцит бюджету досяг 28,9 млн гульденів, і для його покриття вирішили випустити 4 % «золоті ренти» — державні облігації зовнішньої позики⁵²³.

⁵²⁰ Загальні збитки від падіння курсів цінних паперів на Віденській біржі становили: для акцій залізничних компаній (4,9 млн акцій на суму 938,9 млн флоринів) — 105,9 млн фл. втрат; для акцій промислових підприємств (на загальну суму 213,3 млн фл.) — 135,8 млн фл. втрат; для банківських акцій (3,3 млн акцій на суму 510,9 млн фл.) — 366,7 млн фл.

⁵²¹ З 1 січня до 30 квітня 1871 р. зареєстровано 48 самогубств, у 1872 р. — 44 і у 1873 р. — 43; у 1874 р. їх налічувалося за той самий період 73 — на 70 % більше (Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. — М.: Мысль, 1994. — <http://www.gumer.info>).

⁵²² Вена, 30 ноября 1874 года. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. — 1874. — № 50. — С. 502.

⁵²³ Germany and Austria / The Economist. — 1876. Dec. 9. — P. 1433.

«Грюндерський крах» у Німеччині

Події у Відні підштовхнули початок біржової кризи в Німеччині. Ознаки наближення краху відзначалися з початку 1873 р. — зменшився обсяг операцій на товарних ринках, збільшилася кількість банкрутств. А коли у квітні 1873 р. до Берліну дійшли чутки про можливий крах найбільшого віденського банку Wiener Kreditanstalt, курси цінних паперів на Берлінській біржі стали нестабільними.

Однак німецькі грюндери до останнього моменту чомусь вважали, що це лише австрійські проблеми, які не стосуються Німеччини, хоча насправді економічні системи двох держав були тісно пов'язані. До того ж рішення використовувати французькі репарації для запровадження золотого стандарту та випуску нової грошової одиниці (рейхсмарки) спричинило дестабілізацію всієї фінансової системи.

У травні під впливом віденського краху почалося зниження курсів цінних паперів на всіх німецьких біржах, і до 18 червня курсові втрати досягли 400 млн марок. «Два місяці тривали банкрутства, гинули не тільки залізничні, банківські та будівельні товариства, але й великі промислові підприємства»⁵²⁴.

Здавалося, ще зовсім недавно удача у всьому супроводжувала Німеччину, і омріяна мета — обігнати Англію, основного конкурента, — була зовсім близько. Але раптом удача відвернулася — курс акцій катастрофічно падав, виробництво скорочувалося, і ніхто не хотів ні в що вкладати гроші. У Берліні пустими стояли десятки тисяч квартир, і загальна паніка опанувала суспільством. «Банкрут! Це було гірше смерті. Це було нещастя, катастрофа, ганьба, сором, розпач і вбогість!» — писав про той час Томас Манн у романі «Будденброки»⁵²⁵. Зросла кількість самогубств. У Франкфурті-на-Майні на початку 1870-х років у середньому було 22 самогубства за рік, у 1874 р. — вже 32, на 45 % більше⁵²⁶.

⁵²⁴ Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. — Berlin: Ayer Publishing, 1890. — S. 539, 569.

⁵²⁵ Манн Т. Будденброки / Т. Манн. — <http://www.erlib.com>

⁵²⁶ Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. — М.: Мысль, 1994. — <http://www.gumer.info>

Найбільше знизилися ціни на акції кредитних товариств, а банкрутства переважали серед банківських установ — з 95 недавно створених банків, акції яких з'явилися на Берлінській біржі в 1871–1873 рр., до 1875 року близько 40 вже збанкрутували⁵²⁷. «Жалюгідний результат мали засновницька й біржова спекуляція в Німеччині у 1871–1873 роках... публіка втратила протягом цих фатальних трьох років до 700 млн талерів за одними тільки курсовими різницями у цінах на акції, що перебували тоді в обігу на Берлінській біржі». Оскільки в котирування були введені папери не більше половини нових підприємств, а папери інших недавно створених компаній купували і продавали на позабіржовому ринку, то насправді «публіка втратила вдвічі більше... 1500 млн талерів, суму, що набагато перевищує контрибуцію, отриману Німеччиною від Франції»⁵²⁸.

Падіння курсів акцій принесло величезні збитки основній масі дрібних рантьє. «Скільки... горя й сліз пов'язані із цими... втратами»⁵²⁹, — відзначав сучасник цих подій, німецький економіст Вільгельм Ехельгейзер. Але біржові спекулянти отримали від всього цього чималий прибуток, тому що змогли дешево скупити великі пакети цінних паперів, курси яких згодом значно зросли. Наслідком кризи став спад промислового виробництва, що призвело до збільшення безробіття⁵³⁰.

Незважаючи на тривалий вплив наслідків кризи, надалі операції із внутрішніми та іноземними цінними паперами на Берлінській біржі почали відновлювати колишній обсяг після створення 14 березня 1875 р. Рейхсбанку для стабілізації німецької фінансової системи⁵³¹. До кінця 1875 року криза в Німеччині вже минула, з'явилися ознаки пожвавлен-

⁵²⁷ Oechelhaeuser W. Die wirtschaftliche Krisis / W. Oechelhaeuser. — Berlin: J. Springer, 1876. — S. 40.

⁵²⁸ Ниссєлович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Ниссєлович. — СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. — С. XV.

⁵²⁹ Oechelhaeuser W. Die wirtschaftliche Krisis / W. Oechelhaeuser. — Berlin: J. Springer, 1876. — S. 51.

⁵³⁰ Labor Crisis in Germany // The New York Times. — 1874. — August 25.

⁵³¹ Банк заснували за зразком Банку Англії, однак у його роботі особливу увагу приділяли державному регулюванню (президентом банку офіційно був призначений перший рейхсканцлер Німецької імперії Отто фон Бісмарк), що відповідало загальним тенденціям розвитку фінансового ринку в Німеччині.

ня в промисловості й торгівлі⁵³². Стабілізації німецької економіки допомогли випуски державних облігацій зовнішніх позик, розміщені переважно на Паризькій біржі та частково на Лондонській⁵³³.

Вереснева криза в США

У США ознаки наближення кризи відзначалися ще в 1872 р. Внаслідок залізничного буму кінця 1860 — початку 1870-х років там швидше, ніж в інших країнах, виникла передкризова ситуація. Цей бум став однією з найважливіших причин кризи 1873 р. в американській економіці — в 1870–1872 рр. темпи розширення залізничної мережі були максимальними, і за рік здавали в експлуатацію по 10 000 км залізниць. Однак передкризовий пік активності залізничних акціонерних компаній минув у 1871 р., після чого в 1872 р. курси залізничних акцій почали поступово знижуватися; на 39 % зросла кількість банкрутств.

Динаміка росту процентної ставки в Нью-Йорку (вона збільшилася з 4,7 % у липні до 9,8 % у грудні 1871 року) також була характерною для передкризової ситуації. Після зниження ставки до 6 % у червні 1872 р., до листопада вона знову зросла і становила 9–10 %. Криза в США стала закономірним наслідком залізничного буму, однак умови для початку кризи дозріли там лише у вересні 1873 р. — пізніше, ніж в Австрії та Німеччині.

Травневі події в Австрії та Німеччині вплинули на США з деяким запізненням. Зв'язок американської кризи у вересні 1873 р. із травневим крахом в Австрії та Німеччині був через поведінку численних німецьких інвесторів, які вкладали

⁵³² The Aspirations of Germany // The New York Times. — 1875. — December 8.

⁵³³ Це були випуски 4 % пруських облігацій 1877 р. на 251 млн марок, пруських 4 % консолей 1877–1878 рр. на 1159 млн марок, баденських 4 % облігацій 1875 і 1878 рр. на 30 і 92 млн марок, баварських 4 % облігацій 1875 і 1879 рр. на 15 і 38 млн марок, саксонських 3 % облігацій 1876 року на 342 млн марок, вюртембергських 4 % облігацій 1881 р. на 166 млн марок. Хоча ці облігації були випущені в самій Німеччині, а не на французькому ринку цінних паперів, і були номіновані в німецькій національній валюті, вони непогано котирувалися на Паризькій біржі (Flandreau M. Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century / M. Flandreau, N. Sussmann. — 2002. — P. 15. — <http://www.iadb.org>).

свої капітали в цінні папери американських залізниць. Оскільки в Австрії та Німеччині розпродали багато американських цінних паперів (майже на 100 млн дол.), і після краху ціни на них помітно впали, це не могло не вплинути на ринок цінних паперів США. З початком кризи в Німеччині інвестори почали масово позбуватися цих паперів, що призвело до падіння цін на американські залізничні акції та облігації на американських біржах. А оскільки більша частина залізничного будівництва фінансувалася за рахунок банківських кредитів під заставу залізничних облігацій, американський ринок виявився переповненим цими облігаціями, які вже ніхто не хотів купувати.

Суттєва дестабілізація ринку цінних паперів США сталася у вересні 1873 року — з 18 по 20 вересня тривала найбільша біржова паніка, коли збанкрутувало декілька банків, що фінансували залізничне будівництво⁵³⁴. Безпосередньою причиною подій вересня 1873 року стали невдалі спекулятивні операції банкірської компанії Jay Cooke and Company. Вона належала знаменитому фінансисту Джею Куку, який розбагатів на участі у фінансуванні Громадянської війни в США. Це був найбільший банкірський дім, пов'язаний з урядом і казначейством, і саме він фінансував будівництво Північної Тихоокеанської залізниці (Northern Pacific Railroad).

Для завершення вже розпочатого будівництва залізничних ліній на початку січня 1873 р. Jay Cooke and Company (що забезпечувала фінансовими ресурсами залізничні компанії, які виконували будівельні роботи), створила синдикат з метою випуску нової залізничної позики на 300 млн дол. Хоча в синдикаті брали участь Ротшильди, позика виявилася невдалою — вдалося розмістити облігацій тільки на 100 млн, тому що європейські біржі вже були переповнені американськими цінними паперами.

Jay Cooke and Company знайшла вихід із цієї ситуації, отримавши короткотермінові кредити від банків під заставу цінних паперів. Тому вдалося профінансувати компанії, які безпосередньо будували залізниці. Однак ці компанії не змогли вчасно повернути борги, що призвело до банкрутств декількох банків (першим із них був New York Warehouse and Security Company). Потім почалися банкрутства залізничних

⁵³⁴ Докладніше див.: Mixon S. The Crisis of 1873: Perspectives from Multiple Asset Classes / S. Mixon. — 2007. — <http://www.papers.ssrn.com>

компаній, а за ними довелося призупинити платежі Jay Cooke and Company.

Наступного дня після банкрутства Jay Cooke & Co, одного з найбільших тоді у США, закрилася брокерська фірма Fick & Hatch, а 20 вересня припинила роботу трастова компанія National Trust. Вкладники кинулися у банки, зокрема у Fourth National (з депозитами на 17 млн доларів), National Bank of Commonwealth (депозити на 1,7 млн доларів) та інші. За перші три дні паніки загальний обсяг знятих депозитів досяг 30 млн доларів.

За таких умов загальної паніки й масового вилучення депозитів з банків біржа була дезорганізована. Уперше в історії Нью-Йоркської біржі довелося призупинити її роботу на 10 днів, що призвело до нової хвилі банкрутств, яка охопила 5000 промислових і торговельних компаній, а також 57 брокерських фірм⁵³⁵. Процентна ставка зросла з 6,5% у липні до 12,5% у вересні, і навіть до 17% у жовтні, але одержати кредит на таких умовах було практично неможливо — реальна вартість кредиту досягала 72% на рік. Настав майже повний колапс фінансової системи, який став для американського ринку цінних паперів неочікуваним шоком.

Під час банківської паніки в США у вересні 1873 р. платежі припинив 101 банк (з них 37 — у Нью-Йорку, основному фінансовому центрі). Із цих банків 59% були приватними, 16% національними, 11% — державними, 7% — ощадними, 4% — інвестиційними трастами, 4% — банками інших типів. Обсяг операцій на ринку акцій із серпня по вересень 1873 р. знизився на 8,8%; із серпня по листопад — на 19,8%⁵³⁶.

Бурхлива стадія кризи тривала близько 40 днів, і наприкінці року стан справ на біржі стабілізувався. Однак у промисловості й торгівлі криза тривала до 1877 р⁵³⁷. У металург-

⁵³⁵ The Financial Crisis // The New York Times. — 1873. — September 24; Financial Systems // The New York Times. — 1873. — November 22; Lee J. New York and the Panic of 1873 / J. Lee // The New York Times. — 2008. — October 14. — <http://www.cityroom.blogs.nytimes.com>

⁵³⁶ Wicker E. Banking Panics of the Gilded Age / E. Wicker. — Cambridge: Cambridge University Press, 2000. — P. 18, 26–27.

⁵³⁷ Курс промислових акцій знизився із середньої ціни 60 доларів у 1872 р. до 36 у 1877 р.; залізничних акцій — з 117 у 1872 р. до 51 у 1877 р.; кількість банкрутств зросла з 4,1 тис. у 1872 р. до 8,9 тис. у 1877 р. У 1877 р. курси акцій досягли найнижчого рівня — промислові папери знецінилися на 40%, залізничні — майже в 2,5 раза. І тільки у 1878 р. кількість банкрутств у США

гійній промисловості було зупинено 50 % доменних печей, які раніше працювали в основному для потреб залізниць. Рівень безробіття досяг 14 %, у Нью-Йорку в 1873–1874 рр. відбувалися масові демонстрації безробітних. У сільському господарстві ціни знизилися на 30 % порівняно з 1870 р. За час кризи загальна сума збитків сягнула 225 мільйонів доларів, і почався період економічного спаду, який тривав у США шість років⁵³⁸.

Перебіг кризи в Англії

В Англії тоді не було об'єктивних передумов для чергового масового спекулятивного буму — залізниці почали будуватися вже давно, і британська «транспортна революція» залишилася позаду. Тому в Англії криза 1873 року була не настільки гострою, як в інших країнах, хоча весь цей рік відзначалася нестабільність фінансового ринку. Цей ринок був переповнений вільними капіталами, свідченням чого є надзвичайно низькі рівні процентної ставки — з 10 % у 1866 р. вона знизилася до 1,7 % у 1868 р., а часом падала ще нижче. Ці вільні капітали інвестувалися в основному в економіку США. І хоча Англії вдалося уникнути промислової кризи, протягом наступних років англійська промисловість перебувала в пригніченому стані — товарні ціни знизилися, у торгівлі відзначався застій, а обсяги виробництва скорочувалися.

У травні 1873 р. після початку кризи у Відні, а потім у Берліні, процентна ставка в Лондоні піднялася від звичайних 3,5 % до 7 %, улітку опустилася до 4 %, а після вересневої кризи в США знову почала підніматися й досягла в листопаді 9 %, що для Англії було ознакою дестабілізації фінансового рин-

почала зменшуватися, наближаючись до докризового періоду. Загалом за 1873–1878 рр. збанкрутувало 47 тис. комерційних банків, а збитки становили 1,2 млрд дол. (для порівняння — з 1866 по 1872 р. збанкрутувало 19,7 тис. банків зі збитками в 0,53 млрд дол.) (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. — С. 66).

⁵³⁸ Пожвавлення в американській економіці почалося в 1879 р. разом із черговим залізничним бумом. За три роки, з 1880 по 1882 р., було побудовано 28 240 миль нових залізниць, але в 1884 році в США стався черговий крах на ринку залізничних цінних паперів, хоча й більш слабкий, ніж криза 1873 р.

ку (вищою, 10 %, ставка була до того лише два рази: під час біржової паніки у 1857 і в 1866 рр.). На практиці за одержання великих кредитів в 1873 р. платили ще більше — до 12 %. Курси цінних паперів, зокрема іноземних, були нестійкими на Лондонській біржі весь 1873 рік, особливо в листопаді⁵³⁹.

В Англії після досягнення максимального підйому в залізничному будівництві, металургії та легкій промисловості (підйому був пройдений в 1872 р.) почався спад, що тривав сім років, протягом яких зростало безробіття. До 1878 року збанкрутувало багато найбільших металургійних та вугільних компаній, заснованих у 1871–1873 рр.; спостерігалось також зниження обсягів залізничного будівництва.

Кількість заснованих в Англії акціонерних компаній зменшилася зі 123 у 1873 р. до 89 у 1878 р. Темпи засновництва стали знову зростати тільки через десять років після кризи, поки в 1885 р. не почався новий спад. Кількість банкрутств, максимальна під час криз, в Англії збільшувалася поступово, їхній найбільший рівень (1313) був у 1879 р. Це свідчить про те, що в Англії криза 1873 року не мала не тільки гострого характеру, але й чітких меж у часі.

Хоча на Англію кризові процеси впливали з 1873 року, у більш старій і вже сформованій англійській промисловості підйом початку 1870-х років був не таким бурхливим, як у Німеччині. Тому і внутрішні передумови кризи в англійській економіці сформувалися не повністю, і у Лондоні не було фінансового краху, порівнянного з подіями в Берліні або Відні.

Криза у Франції

Найменше в акціонерному бумі перед кризою брала участь Франція, частка якої в загальносвітовому виробництві поступово знижувалася. Економічний підйом початку 1870-х там був слабо виражений. Але, оскільки Франція (як один із ключових учасників світової фінансової системи) була тісно пов'язана кредитними відносинами з іншими учасниками, криза в Німеччині, Австрії та США не могла мати на неї впливу.

⁵³⁹ Money Market // The Times. — 1873. — 11 November; Money Market and City Intelligence // The Times. — 1873. — 21 November.

Ознаки дестабілізації фінансового ринку у Франції стали помітними восени 1873 року після кризи в США. Процентна ставка Банку Франції підвищилася до 7 %, спостерігалася «майже повне припинення угод», крім пов'язаних «із предметами першої необхідності». «У справах цілковитий застій... дуже тяжка криза»⁵⁴⁰. За повідомленнями з Парижу, у березні 1874 р. на біржі через зниження інтересу до акцій почав підвищуватися попит на надійніші державні облігації, на які почалося зростання курсових цін⁵⁴¹. Загалом, найбільше криза у Франції вплинула на текстильну промисловість, орієнтовану на експорт, після чого до 1879 р. тривав період загально-го економічного спаду.

Друга кризова хвиля

Після осінньої кризи в США, коли збанкрутувала чверть усіх американських залізниць, друга хвиля паніки охопила європейських інвесторів в Англії та Франції, які вкладали капітали в цінні папери американських залізниць. Збитки від падіння курсів цих цінних паперів становили 600 млн дол. На початку жовтня ця хвиля паніки досягла Берлінської біржі, а наприкінці жовтня й листопада — Віденської⁵⁴².

Наприкінці 1873 року на світових ринках цінних паперів утворився надлишок державних облігацій, що не мали попиту під час кризи, — французьких на 70 млн фунтів, єгипетських

⁵⁴⁰ L'Economiste Francais. — 1873. — 8. XI. — P. 832; L'Economiste Francais. — 1874. — 31. I. — P. 128.

⁵⁴¹ З державних облігацій на Паризькій біржі в цей час котирувалися італійські папери (курс 61,5–62,3 франка), турецькі (40,14–41,0 фр.), російські (98,2–99,5 фр.), перуанські (60,4–60,5 фр.). Найбільше було американських облігацій (15 різних позик, середня ціна 107 франків). З недержавних облігацій мали попит папери французьких банків, ціна яких у березні 1874 р. поступово зростала — Bank of France (3880–3930 фр.), Comptoir d'Escompte (532,5–550 фр.), Credit Foncier (802,5–895 фр.), Credit Mobilier (280–285 фр.), Societe Generale (515–516 фр.), Banque de Paris (1052,5–1062 фр.), а також облігації французьких залізниць — Північної, Західної, Східної, Орлеанської, Паризько-Середземноморської (France // The Economist. — 1874. — March 7. — P. 291–292).

⁵⁴² Germany. A Crisis Apprehend on the Berlin Bourse // The New York Times. — 1873. — October 2. Affairs in Austria // The New York Times. — 1873. — October 27.

на 30 млн, турецьких на 21 млн, іспанських на 20 млн, російських на 12 млн, австро-угорських на 10 млн, італійських на 10 млн, перуанських на 7 млн.

Відлуння другої хвилі кризи досягло навіть Туреччини, Греції, Тунісу, Гондурасу та Парагваю. Поширення впливу кризи 1873 р. на біржах різних країн світу було швидшим і масштабнішим, аніж будь-коли. Адже починався час «британської глобалізації» кінця XIX — початку XX століття, і світові ринки ставали усе більш пов'язаними між собою.

Особливості кризи 1873 року

Криза 1873 р. була однією з найбільш тривалих і глибоких за всю попередню історію. Почавшись як біржова криза в Австро-Угорщині та Німеччині, вона незабаром стала міжнародною фінансовою кризою, а потім охопила всі галузі промисловості й торгівлі. З Австро-Угорщини та Німеччини криза поширилася на Італію, потім на Америку, Англію та Францію, а згодом дійшла до скандинавських країн і Росії.

З інших країн, які відчули вплив цієї міжнародної кризи, можна назвати Аргентину, Бельгію, Голландію, Данію, Італію, Португалію, Швецію, Бразилію, Мексику, Перу, Еквадор, Чилі, Туреччину, Єгипет, а також Японію. Вплив кризи в цих країнах був неоднаковим, але за географічними масштабами охоплення це була перша насправді міжнародна криза.

Вплив кризи відчувався навіть у таких віддалених регіонах світової економічної системи, як Єгипет і Південна Америка. В Олександрії під час кризи 25 єгипетських компаній призупинили платежі, хоча й не на тривалий час. В Аргентині (особливо в Буенос-Айресі) напередодні кризи був період активної спекуляції земельними ділянками, ціни на які зросли в 30–40 разів. Значним був і бум на ринку акцій аргентинських залізниць. Усе це призвело до численних банкрутств у 1873 році.

Мала ця криза і деякі специфічні особливості. Якщо центр попередніх криз був в Англії (і вони були пов'язані насамперед з текстильною промисловістю), то передумови ви-

никнення кризи 1873 р. сформувалися в країнах, які тоді ще тільки розвивалися, — у США й Німеччині.

Крім спільної для всіх криз причини — надвиробництва товарів і надлишку фінансових ресурсів, початок кризи 1873 р. підштовхнула виплата Францією Німеччині величезної контрибуції. Це призвело до надзвичайного переповнення німецького фінансового ринку вільними капіталами, значна частина яких інвестувалася в Австро-Угорщині, створивши й там надлишок вільних фінансових ресурсів. Це призвело до грандіозного акціонерного ажіотажу — грюндерського буму не тільки в Німеччині, але й в Австро-Угорщині.

Якщо порівняти акціонерне засновництво в різних країнах за обсягом випуску акцій, то в 1869–1873 рр. на першому місці були США, де акціонерні товариства (точну кількість яких важко визначити) випустили акцій на 3,8 млрд франків; потім Англія (4241 товариство, що випустили акцій на 3,3 млрд франків), Німеччина (928 товариств, емісія на 2,1 млрд), Австро-Угорщина (642 товариства, емісія на 1,2 млрд), Росія (301 товариство, емісія на 0,8 млрд), Франція (1170 товариств, емісія на 0,4 млрд). Із країн-емітентів цінних паперів з економікою, що розвивалася, можна згадати також Туреччину, яка випустила в цей період акцій залізничних і промислових підприємств на 667,3 млн франків. Загалом у 1871–1872 рр. вартість цінних паперів на ринках різних країн досягала 28,2 млрд франків.

У багатьох (хоча не у всіх) країнах спостерігалися дві хвилі кризи з різним інтервалом, тривалість якого визначалася сформованістю внутрішніх передумов кризи. А період післякризового економічного спаду виявився найтривалішим у XIX столітті. Саме тому його назвали «Великою депресією», яка стала драматичним наслідком прогресу, про який так багато говорили в ті роки.

Цей спад справді можна було порівнювати з Великою депресією 1930-х років. Таким чином, криза 1873 року і післякризова депресія призвели до того, що маятник історії гойднувся у бік посилення ролі держави, подібно до того, як це було згодом у 1930-ті роки. Були встановлені імпорتنі тарифи та запроваджені програми соціального страхування.

Зазвичай причиною спаду виробництва після кризи називають скорочення грошової маси, що призвело у 1879 р. до поновлення використання для платежів золота й срібла.

Однак істориками економіки все частіше висловлюється думка, що ідея першої «Великої депресії» 1870-х років виникла лише на основі факту падіння цін і тому була перебільшенням. У 1869–1879 рр. ВВП США зростав (у незмінних цінах) на 6,8 % на рік, ВВП на душу населення — на 4,5 % на рік. Обсяг грошової маси збільшувався в США на 2,7 % на рік, тому твердження про скорочення грошової маси не відповідає дійсності. Вірніше буде казати не про депресію, а лише про сповільнення економічного зростання в США, Англії та інших країнах⁵⁴³.

Основною причиною цієї кризи (так само як і всіх інших) стало надвиробництво товарів і надлишок фінансових ресурсів. А за такими особливостями кризи 1873 року, як створення складних фінансових пірамід і бум на ринку нерухомості в Австро-Угорщині та Німеччині, цю кризу можна почасти порівнювати із подіями 2008–2009 рр.

Російський ринок цінних паперів: час реформ⁵⁴⁴

Тривалий шлях до реформ

На початку століття, під час війни з Наполеоном, Росія продемонструвала свою військову силу в 1812 році, але повстання декабристів у 1825 р. показало, наскільки небезпечними для монархії можуть бути соціально-економічні трансформації. Це визначило загальний настрій усієї тридцятирічної

⁵⁴³ Friedman M. A monetary History of the United States. 1867–1960. — New York: National Bureau of Economic Research, 1963. — P. 34–44; Saul S. B. The Myth of the Great Depression, 1873–1896 / S. B. Saul. — London: Macmillan, 1969. — 63 p.

⁵⁴⁴ Докладніше див.: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи / С. З. Мошенский. — М.: Экономика, 2014. — 560 с. — [http://www. books. google. com](http://www.books.google.com)

епохи правління Миколи I (1825–1855): збереження традицій і опір будь-яким змінам. Консервативний стиль правління «найкрасивішого чоловіка Європи», як казали про царя дами на балах, доповнювала позиція відомого супротивника будь-яких інновацій міністра фінансів Є. Ф. Канкріна. Він перебував на цій посаді 21 рік (з 1823 по 1844 р.) — набагато довше, ніж будь-який інший міністр фінансів Російської імперії. Ізольованість російської фінансової системи від світових ринків проявилася тим, що європейські фінансові кризи 1825 і 1848 рр. у Росії були практично непомітними.

Хоча перші російські акціонерні компанії з'явилися ще за часів Петра I, поширення вони тоді не мали⁵⁴⁵. Втім, дух підприємництва все ж таки проникав у Росію. Відображенням нових віянь стало видання у 1836 р. акціонерного закону, після чого кількість акціонерних компаній почала швидко зростати⁵⁴⁶.

Джерелами фінансування промисловості, яка тоді ще тільки зароджувалася, були приватні капітали⁵⁴⁷, і перша половина XIX століття стала часом розквіту приватних банкірських домів⁵⁴⁸. Реформування кредитно-фінансової системи царської імперії та створення акціонерних комерційних банків і небанківських організацій почалося лише в 1860-ті роки.

⁵⁴⁵ Петро I хотів за прикладом Нідерландів не тільки створити такі компанії в Росії, але й заснувати щось подібне до Ост-Індської компанії (відомий не-реалізований проєкт такої компанії для торгівлі з Китаєм). На практиці була заснована Російсько-Американська компанія, яка не мала помітного впливу на російський ринок цінних паперів.

⁵⁴⁶ Серед цих компаній переважали дрібні фабрично-заводські підприємства (40%), страхові компанії (30%), транспортні (15%), а також сільськогосподарські та пов'язані із благоустроєм міст (Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России / Л. Е. Шепелев. — Л.: Наука, 1973. — С. 30).

⁵⁴⁷ Державні банки — Асигнаційний (заснований у 1768 р.), а також Дворянський і Купецький (засновані в середині XVIII ст., наприкінці цього століття перетворені на Державний позиковий і Державний комерційний банки) не могли забезпечити ефективне кредитування, і згодом обидва банки ліквідували.

⁵⁴⁸ Найвідомішими з них були петербурзький придворний банкір Людвіг фон Штігліц, ім'я якого для сучасників було настільки ж відомим, як ім'я Ротшильда, одеські банкірські дома Ф. Родоканакі, Д. Рафаловича, І. Ефруссі, московський банкірський дім «Юнкер і К».

Участь Російської імперії на світовому ринку цінних паперів першої половини XIX століття була незначною, хоча на Лондонській, Паризькій та Амстердамській біржах котирувалися російські облігації державних зовнішніх позик⁵⁴⁹. Облігації вважалися високоприбутковими й досить надійними (оскільки Росія мала великий золотий запас), однак ці папери нічим не виділялися серед аналогічних цінних паперів інших країн з ринками, що формувалися⁵⁵⁰.

Після того як перші залізниці (Варшавсько-Віденська, Петербурзько-Варшавська, Києво-Брестська) зв'язали царську імперію з Європою, а поява телеграфної станції на Лондонській біржі надала можливість підтримувати постійний зв'язок з Петербургом, економічні зв'язки з іншими країнами стали швидко розширюватися. У ці роки відбувалося формування російської моделі фінансового ринку (на особливості якої вплинули французька й германська традиції) і створювалася інституціональна структура цього ринку — система кредитно-фінансових установ, зокрема акціонерних комерційних банків.

Початок реформ ліберально налаштованого царя Олександра II (правив у 1855–1881 рр.), який увійшов в історію як Олександр Визволитель, супроводжувався розквітом ідей економічного лібералізму в роботах І. К. Бабста, М. Х. Бунге, О. І. Чупрова та інших. Вони обґрунтували необхідність

⁵⁴⁹ Розміщення цих облігацій почалося ще в середині XVIII століття, особливо популярною така практика стала в часи Катерини II, коли було розміщено більш 20 зовнішніх облігаційних позик. Основним партнером російського уряду був амстердамський банкір Генріх Гоппе, який випускав в Амстердамі від імені свого банкірського дому облігації номіналом в 1000 гульденів і продавав їх на європейських біржах.

⁵⁵⁰ Для інвесторів російські облігації були порівнянні з латиноамериканськими, не маючи перед ними особливих переваг. У 1821 р. на Лондонській біржі торгувалися два найменування російських державних облігацій, а бразильських і перуанських — по три найменування (з 10 найменувань облігацій латиноамериканських країн), мексиканських і колумбійських — по два найменування. Згодом присутність російських облігацій на Лондонській біржі постійно зростала, хоча ця біржа ніколи не була основним ринком для російських цінних паперів, які допускали туди неохоче за політичними мотивами (Боголепов М. І. Финансы, правительство и общественные интересы / М. И. Боголепов. — СПб.: Тип. О. Н. Попова, 1907. — С. 282). До початку 1880-х років на Лондонській біржі котирувалося вже п'ять найменувань російських облігацій, три — США, два — мексиканських (Flandreau M. Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century / M. Flandreau, N. Sussmann. — 2002. — P. 9–10, 22, 27. — <http://www.iadb.org>).

піти шляхом Західної Європи і оновити фінансову систему, а також залучити іноземний капітал у залізничне будівництво, яке в 1860-ті роки стало пріоритетним напрямом інвестицій.

«Шістдесяті роки... остаточно відірвали нас від Азії, наблизивши до Європи»⁵⁵¹. Цей час був епохою радикальних перетворень у суспільстві, а реформи 1860-х років визначили нову траєкторію розвитку економіки. Модними стали ідеї вільної торгівлі, незвичні так само, як і біржова гра. Почалася загальна модернізація країни та економічне зростання в сучасному розумінні.

Найважливішою з реформ 60-х років XIX ст. було скасування кріпосного права у 1861 р. За звільнення селяни мали протягом тривалого часу сплачувати викупні платежі, а поміщики одержували компенсацію викупними свідоцтвами. Їхній обіг став поштовхом у формуванні масового ринку цінних паперів. Почалася «епоха викупних свідоцтв... у кожному роді, у кожній дім наче падали з неба великі тисячні суми... і ці викупні продавали й перетворювали на капітали, на які одні кинулися в закордонні поїздки, а інші стали жити дуже розкішно в Петербурзі та Москві»⁵⁵².

Після реформ 1860-х років і створення нової кредитно-фінансової системи почалося швидке зростання масового ринку цінних паперів торгово-промислових акціонерних товариств, особливо залізничних компаній. Зв'язки російського ринку цінних паперів зі світовими біржами з середини XIX ст. стали значно більшими, ніж у першій половині століття. Тому міжнародні фінансові кризи (особливо 1857 і 1873 років) торкнулися Росії повною мірою, хоча й досягали її зазвичай із запізненням на рік чи два. Крім того, із середини XIX століття почалося надходження перших іноземних інвестицій⁵⁵³ — привабливість царської імперії для інвесторів

⁵⁵¹ Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. — М.: Дело, 2010. — С. 154.

⁵⁵² Мещерский В. П. Мои воспоминания / В. П. Мещерский. — В 2 т. Т. 1. 1850–1865. — СПб.: Тип. В. П. Мещерского, 1897. — С. 432.

⁵⁵³ Їхній обсяг був невеликим — у 1850 р. 2,7 млн руб., у 1860 р. — 9,7 млн; у 1870 р. — 26,5 млн. З галузей промисловості, у які були спрямовані інвестиції, лідирувала гірничодобувна (Оль П. В. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России / П. В. Оль. — Ленинград: Всесоюзная Академия наук, 1925. — С. 11–12).

була пов'язана з перспективами швидкого зростання російської економіки, підвищеною нормою прибутку та низкою вартістю робочої сили, а також з появою вільних капіталів у Західній Європі.

Засновництво середини 1850-х років

Початок 1850-х років виявився порівняно спокійним у фінансовому відношенні, але цей спокій був оманливим — назривала криза фінансової системи. У 1853 році почалася Кримська війна (1853–1856 рр.) між Російською імперією та коаліцією в складі Британської, Французької й Османської імперій. Війна стала причиною не тільки величезних для бюджету витрат, але й посилення міжнародної напруженості. У царській імперії Кримська війна спричинила швидке зростання дефіциту бюджету. Було організовано дві зовнішні позики по 50 млн руб. у німецьких банках під 5 % річних⁵⁵⁴, але в основному військові борги покривалися за рахунок внутрішніх позик. У 1855 р. збільшили випуск кредитних білетів (більше 215 млн руб.), і до 1856 р. загальна сума внутрішніх і зовнішніх боргів, зроблених за час Кримської війни, досягла 533 млн руб. А сукупна сума державного боргу у 1856 р. становила 1,5 млрд руб. сріблом⁵⁵⁵.

Оскільки облігаційний ринок, не кажучи вже про ринок акцій, був сформований недостатньо, надлишок вільних грошей, який з'явився внаслідок обігу кредитних білетів, можна було вкласти тільки в банки як депозити. Із середини 1850-х років у банках почав швидко зростати надлишок накопичених заощаджень — вільні капітали не могли бути інвестовані іншим способом (особливо під час економічного застою в період Кримської війни). З початку 1855 р. до середини 1857 р. загальна сума приватних вкладів зросла з 873 млн

⁵⁵⁴ Докладніше див.: Блюх І. С. Финансы России XIX столетия. История — статистика / И. С. Блюх. — В 4 т. Т. 2. — С.-Петербург: Тип. М. М. Стасюлевича, 1882. — С. 17–28.

⁵⁵⁵ Безобразов В. О некоторых явлениях денежного обращения в России в связи с промышленностью, торговлей и кредитом / В. Безобразов. В 2 ч. Ч. 2. — СПб., 1863. — С. 34.

руб. до 1276 млн руб.⁵⁵⁶ Для сплати відсотків за цими вкладми щорічно було потрібно 7–8 млн руб., і, щоб уникнути цього, указом від 20 липня 1857 р. відсоток за депозитами у Позиковому й Комерційному банках, в Ощадній касі та інших подібних державних установах знизили з 4 % до 3 % з метою «пожвавлення промисловості»⁵⁵⁷.

Після цього почався відтік капіталів з банків. «Зниження банківських відсотків вигнало капітали з банків, і вони пішли на грошовий ринок, де стали шукати вигідного... розміщення. Почався небувалий розвиток засновництва, поява різних акціонерних компаній, які потім зникали так само швидко, як і виникали»⁵⁵⁸.

Це був бурхливий економічний підйом 1855–1858 рр., про який сучасники потім згадували як про «золотий час», що закінчився після міжнародної фінансової кризи 1857 р., яка досягла Росії через рік. «Грошові операції відбувалися надзвичайно легко й швидко; щойно витрачені капітали поверталися з величезним прибутком»⁵⁵⁹.

Війна не тільки погіршила загальне економічне становище — для багатьох вона стала джерелом багатства, швидко здобутого за рахунок військових поставок і всіляких спекуляцій. Це посилювало біржовий ажіотаж у столиці в 1857–1858 рр., і тому «кінець 50-х років дав багатий матеріал для біржової торгівлі»⁵⁶⁰. Розширювалося акціонерне засновництво, і на масовому ринку з'явилися нові цінні папери — облігації державних позик.

Під час буму й кризи другої половини 1850-х років уперше виявився взаємозв'язок російської економіки зі світовими ринками, і циклічні коливання стали збігатися з кризами та підйомами в Англії. Сукупний капітал заснованих у цей час

⁵⁵⁶ Министерство финансов 1802–1902. В 2 т. Т. 1. — СПб.: Экспедиция заготовления государственных бумаг, 1902. — С. 434–435.

⁵⁵⁷ Бунге Н. Х. Заметка о настоящем положении нашей денежной системы и средствах к её улучшению / Н. Х. Бунге. — СПб.: Тип. В. Безобразова, 1880. — С. 23.

⁵⁵⁸ Бржеский Н. Государственные долги России. Историко-статистическое исследование / Н. Бржеский. — СПб.: Тип. А. М. Вольфа, 1884. — С. 105–106.

⁵⁵⁹ Безобразов В. П. О некоторых явлениях денежного обращения в России / В. П. Безобразов // Русский вестник. — 1863. — № 5. — С. 379–380.

⁵⁶⁰ Прокшинский В. Биржевой закон 1900 года / В. Прокшинский // Народное хозяйство. — 1902. — Кн. 7. Сент.-окт. — С. 117.

нових акціонерних компаній зріс від 15 млн руб. у 1856 р. до 300 млн у 1857 р., але в 1858 р. після початку кризи низився до 51 млн руб.⁵⁶¹

Часом акціонерний бум 1850-х років мав форму ажіотажу, особливо коли починався продаж нових акцій. Втім, цей період акціонерного ажіотажу в Росії був не настільки бурхливим, як, наприклад, в Англії. Адже тут ринок цінних паперів значною мірою залишався централізованим і контролювався державою через Міністерство фінансів, а номінальна вартість цінних паперів була високою, що обмежувало доступ на ринок маси дрібних інвесторів, значно звужуючи склад учасників ринку до порівняно невеликої групи заможних осіб.

Криза, що почалася в Європі у 1857 р., дійшла до Російської імперії лише наприкінці 1858 р. Мабуть, це була перша зі світових фінансових криз, яка повною мірою вплинула на Росію, до цього часу вже набагато більше пов'язану зі світовими фінансовими й товарними ринками, ніж в колишні десятиліття — за рахунок зовнішньої торгівлі та розміщення облігацій державних зовнішніх позик на європейських біржах. На російському фінансовому ринку перші ознаки кризи стали помітними наприкінці 1858 р., коли «неможливо було знайти капітали під найвищі відсотки, під найнадійніше забезпечення», а «безгрошів'я та дорожнеча стали звичним явищем»⁵⁶².

⁵⁶¹ Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. — В 2 т. Т. 1. Историческое развитие русской фабрики в XIX веке. — СПб., 1900. — С. 327. Якщо з 1822 по 1855 р. засновували в середньому по 2–3 компанії на рік, то в 1856 році — 6 компаній, у 1857 р. — 14, у 1858 р. — 39, у 1859 р. — 20. Загальна кількість акціонерних компаній зросла з 35 в 1855 р. до 94 в 1859 р. (у Франції в 1859 рр. була 131 акціонерна компанія, у Німеччині — 415). Загалом з 1857 по 1860 р. було створено 101 акціонерне товариство з капіталом 281,6 млн руб (Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. — СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. — С. 96). З російських компаній цього часу 30 були пов'язані з пароплавством, 10 — з видобутком корисних копалин, 8 — з паперовими й шовковими фабриками; 8 були страховими, 7 — залізничними, 31 займалася «іншими видами діяльності» (Бунге Н. Х. В чѣм пора остановиться / Н. Х. Бунге // Журнал для акционеров. — 1859. — 29 янв. — С. 1073).

⁵⁶² Бржежский Н. Государственные долги России. Историко-статистическое исследование / Н. Бржежский. — СПб.: Тип. А. М. Вольфа, 1884. — С. 106.

«Важка світова криза 1857 року, яка пронеслась як буря над усією Західною Європою й Північною Америкою», призвела в Росії до «банкрутства банків, акціонерних підприємств, торговельних і промислових фірм, застою торгівлі та скорочення виробництва — звичайними симптомами промислової кризи»⁵⁶³. Найбільшої глибини спад досяг у 1860 р.

Реформування кредитно-фінансової системи

Після кризи 1858–1859 рр. потреба в реформуванні кредитної системи стала очевидною⁵⁶⁴. Ще в липні 1857 року Комітет фінансів вирішив ліквідувати застарілі кредитні установи («Сохранные казны», Комерційний банк та інші), і замість них почати створювати систему «земських банків», орієнтованих на іпотечний кредит. Перед початком реформ кредитно-фінансової системи «капітали, які не вкладалися в промисловість, збиралися роками і досягли в 1858 р. величезної суми в 1200 млн руб.», у той час як уся річна продукція промисловості оцінювалася не більше 300 млн руб., а залізнична мережа тільки починала створюватися⁵⁶⁵.

У 1864 р. заснували перший у Росії акціонерний банк короткотермінового кредиту — Санкт-Петербурзький приватний комерційний банк, і до кінця 1860-х років була закладена основа кредитно-фінансової системи нового типу. Вона складалася з Державного банку і його численних відділень, акціонерних комерційних банків, акціонерних земельних банків, товариств взаємного кредиту, ощадних кас та інших, менше поширених кредитних установ.

⁵⁶³ Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. — В 2 т. Т. 1. Историческое развитие русской фабрики в XIX веке. — СПб., 1900. — С. 325.

⁵⁶⁴ До 1860-х років банківська справа була монополією держави, акціонерних комерційних банків і небанківських фінансових установ (товариств взаємного кредиту та інших) ще не було — Державний банк Російської імперії заснували тільки у 1860 р., а перший акціонерний банк у 1864 р.

⁵⁶⁵ 1874 год в финансовом и экономическом отношении // Финансовое обозрение. — 1875. — № 1. — С. 5–6.

Головне товариство російських залізниць і залізничний бум 1860-х років

Як і в інших країнах, у Російській імперії саме будівництво залізниць і створення для його фінансування залізничних акціонерних компаній сформувало масовий ринок цінних паперів. Багато хто із сучасників визнавав, що «відсутність достатньо розвиненої мережі доріг завжди було найсильнішим гальмом для розвитку економічного життя Росії»⁵⁶⁶. Однак на початку створення залізничної мережі, крім прихильників цієї ідеї (Ф. А. Герстнер, П. П. Мельников, О. О. Бобринський та інші), у неї було чимало супротивників. Серед них — консервативно налаштований міністр фінансів Є. Ф. Канкрін, який вважав, що залізнична мережа в Росії «не становить предмета природної потреби» і тільки «посилить схильність до непотрібного пересування з місця на місце, виманюючи з боку публіки зайві витрати»⁵⁶⁷.

Спроби гальмувати будівництво залізниць значною мірою були пов'язані не стільки з питаннями економічної доцільності, скільки з традиційною для Росії неприязню до будь-яких інновацій, що надходять із інших країн, оскільки вони порушували звичний порядок речей і традиційний патріархальний, аграрний спосіб життя. Тому, коли залізниця все ж таки почала будуватися, це мало не тільки практичне значення, але й стало символом загальної модернізації країни. А для російського ринку цінних паперів залізничні товариства відіграли вирішальну роль — їхні облігації та акції, що заповнили собою біржі, стали справді масовими цінними паперами.

Загалом історію створення залізничної мережі в Російській імперії можна розділити на три періоди: прокладання доріг за кошти державного бюджету (до 1860-х років); будівництво доріг акціонерними товариствами на основі отриманих концесій і приватного капіталу, зокрема іноземного (з 1860-х до 1880-х років); викуп державою залізниць в акціонерних товариств із 1880-х років.

⁵⁶⁶ Наши внутренние пути и экономическая жизнь России // Финансовое обозрение. — 1912. — № 19. — С. 2.

⁵⁶⁷ История торговли и промышленности в России. В 3 т. Т. 2. Вып. 7. Пути сообщения [под ред. П. Х. Спасского]. — СПб., 1913. — С. 9.

Акумуляція капіталів для реалізації масштабних залізничних проєктів була можлива тільки за допомогою випуску цінних паперів, і в 1860-ті роки російські залізничні папери почали проникати за облігаціями державних позик і на європейські біржі (разом з австрійськими, угорськими й турецькими залізничними облігаціями й акціями)⁵⁶⁸. Коли після первісного періоду державного будівництва залізниць було ухвалене рішення передати їхнє спорудження приватним акціонерним товариствам, вважалося, що ті залучать акціонерний капітал, і за рахунок цього створення залізничної мережі значно прискориться. Однак подальша історія будівництва залізниць приватними акціонерними компаніями показала неефективність акціонерного фінансування залізничного будівництва в російських умовах. Проблеми почалися одразу після створення Головного російського товариства залізниць.

Російсько-французьке Головне товариство російських залізниць (далі — Головне товариство) було засновано в 1857 р. за участі приватного банкірського дому О. Л. Штігліца (статут товариства затвердили 26 січня). Спершу капітал товариства становив 275 млн руб., і на нього уряд надав гарантію 5 % прибутку⁵⁶⁹. Більша частина фінансування надходила від братів Перейра, які фактично контролювали це товариство (Ротшильди не мали великого значення у фінансуванні російського залізничного будівництва на відміну від інших країн Європи)⁵⁷⁰. Хоча діяльність Головного товариства спричинила

⁵⁶⁸ Але якщо американські залізничні папери розміщувалися на Лондонській біржі зазвичай за ціною вище номіналу, то російські — за зниженою (іноді на 40 %) ціною через загальну низьку кредитоспроможність Російської імперії. Через таке зниження ціни фінансові посередники в Лондоні або Берліні одержували величезні прибутки від розміщення російських державних і залізничних позик.

⁵⁶⁹ Передбачалося, що товариство побудує 3900 верст нових шляхів, і уряд гарантував прибутковість акцій товариства, випущених на суму 100 млн руб. «Сприятливі умови, у які із самого початку було поставлене Товариство, надавали можливість сподіватися на повний успіх підприємства, але дійсність не виправдала очікувань», і діяльність Головного товариства являє собою «картину сумну, повну непорозумінь, помилок і беззаконної марнотратності» (Гейлер І. К. Сборник сведений о процентных бумагах / И. К. Гейлер. — СПб.: Тип. В. Безобразова, 1871. — С. 285).

⁵⁷⁰ История торговли и промышленности в России. В 3 т. Т. 2. Вып. 7. Пути сообщения [под ред. П. Х. Спасского]. — СПб., 1913. — С. 11.

загальне незадоволення⁵⁷¹, товариство стало основною сполучною ланкою між Credit Mobilier і Росією, а Ісак Перейра неодноразово бував у Петербурзі на загальних зборах товариства.

Царський уряд, надавши дозвіл на заснування Головного товариства, розраховував на те, що завдяки розміщенню акцій та облігацій за кордоном у Росію почне надходити іноземний капітал. Однак на практиці державна гарантія прибутку призвела лише до зростання біржового курсу акцій і численних спекулятивних операцій з ними. Іноземні співзасновники товариства купили більшість акцій та облігацій товариства за зниженою ціною, а потім почали штучно підвищувати їхній курс на російському ринку. Коли ціна цих паперів зросла на 12% вище номіналу, засновники Головного товариства продали цінні папери російським підприємцям, одержавши на різниці курсів значний прибуток. Цей прибуток вивезли за кордон, після чого засновники товариства втратили інтерес до будівництва російських залізниць⁵⁷².

Тим часом популярність цінних паперів залізничних компаній у 1863–1864 рр. стала зростати — починався залізничний бум 1860–1870-х років. Уряд достатньо легко надавав дозвіл акціонерним компаніям на будівництво доріг, і довжина залізничної мережі швидко збільшувалася — у 1857 р. вона становила лише 979 верст, а в 1878 р. вже 7225 верст. Залізничний бум вплинув і на загальну динаміку акціонерного засновництва — з 1861 по 1874 р. створили 386 нових акціонерних компаній із загальним капіталом 876,7 млн руб.; максимальна кількість (106 на рік) заснованих акціонерних компаній була в 1873 р⁵⁷³.

⁵⁷¹ На першому етапі будівництва російських залізниць Головне товариство займало майже монопольне положення, а роботами керували французькі інженери. Це спричинило різку критику в Росії — «з'явився з Парижу відомий аферист Наполеона III з юрбою булочників, перукарів, черевичників тощо, які називали себе досвідченими інженерами» (Кокорев В. А. Экономические провалы: по воспоминаниям с 1837 года / В. А. Кокорев. — СПб.: Тип. А. С. Суворина, 1887. — С. 24).

⁵⁷² История железнодорожного транспорта России. В 2 т. Т. 1. 1836–1917 гг. — СПб., 1994. — С. 81.

⁵⁷³ Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. — СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. — С. 96, 105 (таблицы 1, 7).

Із цінних паперів для фінансування залізничного будівництва з 1867 р. використовували облігації та акції залізничних компаній (з 1855 по 1865 р. було випущено таких паперів на 808,8 млн руб.). Облігації були популярніші, тому що забезпечувалися урядовою гарантією одержання доходу з моменту випуску на відміну від акцій, гарантія доходу за якими надавалася тільки після початку руху дорогою⁵⁷⁴. Залізничні акції й облігації займали все вищі місця в біржових котируваннях⁵⁷⁵, а обіг великої кількості цінних паперів залізничних компаній відіграв вирішальну роль у формуванні масового ринку цінних паперів, особливо ринку акцій.

Біржовий ажіотаж 1868–1869 рр.

Велика кількість нових цінних паперів, особливо залізничних, що з'явилися на біржах у середині 1860-х років, призвела до біржового ажіотажу 1868–1869 рр. У середині 1860-х років напередодні нового буму ринок цінних паперів не відрізнявся якоюсь особливою активністю. «Недавні катастрофи були в пам'яті в усіх, довіра не встигла ще відновитися»⁵⁷⁶. Однак у 1868–1869 рр. почався черговий спекулятивний бум, і «Петербург, Москва, Одеса захопилися біржовою грою до небувалих розмірів»⁵⁷⁷. Цей «дух спекуляції» опанував багатьма новими учасниками ринку, які хотіли розбагатіти на залізничних акціях, але ніколи раніше не брали участь у біржовій грі.

⁵⁷⁴ Детальніше див.: Блюх И. С. Финансы России XIX столетия. История — статистика / И. С. Блюх. — В 4 т. Т. 2. — СПб.: Тип. М. М. Стасюлевича, 1882. — С. 154–157, 163, 174–175.

⁵⁷⁵ Зокрема, у липні 1867 р. у котируваннях Петербурзької біржі лідирували акції шести залізничних компаній (товариства Царськосільської залізниці та ін.), випереджаючи цінні папери восьми пароплавних товариств (Пароплавне товариство по Волзі «Меркурій», Дніпровське пароплавне товариство та ін.) і семи страхових компаній (1-го й 2-го страхових товариств, товариства «Саламандра») (Цены акций на С.-Петербургской бирже // С.-Петербургские ведомости. — 1867. — № 183. — 5 июля. — С. 2).

⁵⁷⁶ Бунге Н. Х. Заметка о настоящем положении нашей денежной системы и средствах к её улучшению / Н. Х. Бунге. — СПб.: Тип. В. Безобразова, 1880. — С. 24.

⁵⁷⁷ [Ламанский Е. И.] Из воспоминаний Евгения Ивановича Ламанского (1840–1890) / Е. И. Ламанский // Русская старина. — 1915. — Кн. XII. — С. 404; Кн. X. — С. 58.

У 1860-ті роки «сфера біржової гри була... безмежна. Від по-судомийки та покоївки, які через брак акцій брали участь у грі за допомогою лотерейних білетів богоугодних закладів, до концесіонерів, грошових та інших тузів, — усі мали одну думку: схопити куш, нажитися раптово, як наживаються в казках»⁵⁷⁸.

Основним центром біржової гри став Петербург — у Москві до другої половини 1860-х років на біржі операцій із цінними паперами майже не було, там переважали товарні угоди («усі курси на Московській біржі відповідають курсам Петербурзької», а облігації «нечасто потрапляють на біржу»⁵⁷⁹). Біржовий ажіотаж охопив не тільки Москву й Петербург, але й багато інших міст царської імперії, особливо Одесу, «де торгівля має величезні обороти» і де була дуже «розвинена спекуляція процентними цінними паперами»⁵⁸⁰. Але наприкінці серпня 1869 р. курси паперів стали падати, а у вересні почалася паніка, яка охопила не тільки Петербург і Москву, але й також інші біржі⁵⁸¹. Механізм розвитку біржової паніки був такий самий, як і в усіх інших подібних випадках — відрізнялися лише імена біржових гравців.

На початку 1870-х років криза пішла на спад, спекуляція залізничними акціями послабшала й змінилася на інтерес до акцій недавно заснованих акціонерних банків. Починався новий засновницький бум 1870–1873 рр., який збігався за часом із грюндерським бумом у Німеччині. Знову повторювалася ситуація акціонерного ажіотажу 1858 і 1869 років. Ентузіазм під час створення нових акціонерних банків був таким, що часто їх засновували в таких місцях, де для цього не було ані потреби, ані умов. Таким чином з 1870 по 1873 р. заснували 53 акціонерні банки з капіталом 107,9 млн руб. Попит на акції нових банків досягав величезних масштабів, їх купували на сотні мільйонів рублів, і знову повторювалося те, що вже було з акціями залізниць.

⁵⁷⁸ Десятилетие первого частного коммерческого банка // Финансовое обозрение. — 1874. — № 45. — С. 377–378.

⁵⁷⁹ Московская биржа: Очерк возникновения и деятельности. 1839–1889. — М., 1889. — С. 45–46.

⁵⁸⁰ Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. — Петроград, 1917. — С. 186.

⁵⁸¹ Сучасники називали цю паніку «знаменитою біржовою кризою в Росії», сприймаючи його як «ознаку повноліття біржі (Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. — Петроград, 1917. — С. 231).

Фінансова криза 1873 року

У царській імперії ознаки наближення кризи 1873 р., як і в США, спостерігалися раніше, ніж у Німеччині та Австрії. Втім, у Росії акціонерний бум був не настільки масштабним, а криза мала не таку гостру форму, як у Німеччині чи Австрії⁵⁸². Однак ця криза мала тут внутрішні передумови, пов'язані зі швидким розширенням російського ринку цінних паперів під час залізничного буму кінця 1860-х років, а потім його скороченням на початку 1870-х років, коли темпи будівництва залізниць почали гальмуватися. Не дивно, що скорочення залізничного будівництва вже саме по собі стало б причиною спаду, навіть якби не було загальної світової кризи 1873 року.

Таким чином до початку 1870-х років усі необхідні передумови для кризи вже сформувалися в царській імперії, зокрема перенасичення товарних ринків і доступність кредиту. У жовтні 1872 р. усі заговорили про банківську кризу. Розпочавшись у Москві, вона поширилася потім на інші фінансові центри. А коли фінансова криза, що почалася в травні 1873 року у Відні, стала міжнародною і охопила майже всі країни Європи й США, її вплив став відчуватися на Петербурзькій та інших російських біржах. Почалися вилучення депозитів у банках і масовий продаж цінних паперів, хоча вони вже не знаходили покупців. Угоди з паперами на Московській і Петербурзькій біржах майже повністю припинилися. «Сумне положення Віденської фондової біржі» відображалось в Петербурзі «не тільки на спекулятивних цінностях, що залежали від Відня, але й на цінностях, які... жодного відношення до Відня мати не можуть»⁵⁸³. Численні банкрутства відзначалися в Петербурзі, Москві, Одесі та інших комерційних центрах.

⁵⁸² За обсягом емісії акцій у 1869–1873 рр. на першому місці були США, де акціонерні товариства (точну кількість яких важко визначити) випустили акцій на 3,8 млрд франків; потім Англія (4241 товариство, що випустило акцій на 3,3 млрд франків), Німеччина (928 товариств, емісія на 2,1 млрд), Австро-Угорщина (642 товариства, емісія на 1,2 млрд), Росія (301 товариство, емісія на 0,8 млрд), Франція (1170 товариств, емісія на 0,4 млрд) (Трахтенберг І. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. — М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. — С. 832–833).

⁵⁸³ Берлин, 3 (15) апреля (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. — 1874. — № 14. — С. 267.

Наслідком кризи 1873 р. стало падіння курсів не тільки банківських, але й залізничних цінних паперів⁵⁸⁴. Максимальне падіння курсів залізничних акцій відзначалося в січні 1873 р., коли європейська криза тільки назрівала, і воно було спричинене не стільки наближенням міжнародної кризи, скільки внутрішніми причинами російського ринку залізничних паперів, надмірно роздутого на початку 1870-х років.

У 1874 р. дефіцит капіталів вже був настільки великим, що на біржі «ніяких справ... бути не могло»⁵⁸⁵. Попит на акції значно скоротився, і навіть з паперами приватних комерційних і земельних банків операції майже не проводилися. Однак минуло не так багато часу, і після звичайного літнього затишшя на біржі до кінця серпня після «повернення в столицю спекулянтів» деякі «ігрові цінності стали оживати... і зростати в ціні»⁵⁸⁶. Насамперед це стосувалося залізничних акцій, які мали на той час найбільший спекулятивний потенціал.

Здавалося, що криза 1873 року залишилася позаду, а біржова гра із цінними паперами налагоджується. До кінця 1874 року біржа настільки ожила, що спекулятивні настрої біржових гравців нагадували останні дні загального ігрового ажіотажу 1869 року. Однак немає сенсу перебільшувати це зростання активності на Петербурзькій біржі. За словами кореспондента одного з фінансових журналів, «що... робити з нашою маленькою біржею, з її мікроскопічними капіталами, з її діячами-ліліпутами, з її копійчаними інтересами?»⁵⁸⁷.

⁵⁸⁴ Якщо порівнювати максимальні ціни на них у серпні 1872 р., які потім понизилися в січні й грудні 1873 р., то для загальної кількості залізничних акцій, що перебували в обігу на Петербурзькій біржі (2,417 млн шт.), у січні 1873 р. втрати були максимальні та становили 10,603 млн руб., а в грудні того самого року — 4,297 млн руб. (Потери на железнодорожных акциях в 1873 году // Финансовое обозрение. — 1874. — № 12. — С. 214).

⁵⁸⁵ «Всі великі фінансисти мають тільки одну думку, тільки одну турботу — добути... як можна більш готівки й збути цю готівку концесіонерам за можливо більшу комісійну плату». 6 апреля // Финансовое обозрение. — 1874. — № 14. — С. 264).

⁵⁸⁶ Биржевая беседа. 31 августа // Финансовое обозрение. — 1874. — № 35. — С. 158.

⁵⁸⁷ Тому й доводиться «щодня заявляти про єдині угоди з акціями Міжнародного [комерційного], Російського для зовнішньої торгівлі й Центрального [земельного] банків, розпочаті восени минулого [1874] року однієї групою спекулянтів», а також «про єдині угоди з акціями Рибінсько-Бологовської

Післякризовий 1874 рік став нелегким для молодого російського ринку цінних паперів. Він «у сфері фінансів, торгівлі й промисловості не залишив помітних слідів», хоча «на-сіння спекуляції, занесені до нас із Відня й Берліну на початку шістдесятих років... дали більш сприятливі паростки»⁵⁸⁸. Загалом 1874 рік, що був між двома хвилями фінансової кризи в царській імперії і здавався «таким тяжким спочатку, із січня по березень включно», надалі більше давав надії на поліпшення справ. Тому «біржа вперше зустріла новий 1875 рік жваво й весело»⁵⁸⁹.

Але оптимістичний настрій на ринку цінних паперів на початку 1875 року незабаром змінився зростанням напруженості перед другою хвилею кризи, що почалася після краху восени 1875 року Московського позикового комерційного банку. Цей крах став наслідком банкрутства скандально відомого німецького «залізничного короля» Струсберга, який одержав у цьому банку великий незабезпечений кредит. Керівники Московського позикового комерційного банку в 1873–1874 рр. з метою отримати прибуток придбали на 233 тис. руб. великі пакети акцій західноєвропейських компаній, курс яких незабаром швидко знизився. Щоб приховати свою невдалу операцію та компенсувати збитки, банк розпочав переговори зі Струсбергом, чия репутація на той час уже сильно похитнулася під час «грюндерського краху» 1873 р. Але в Росії про ті проблеми, що почалися у Струсберга, поки що мало хто знав, і той домовився з банком про кредит під заставу постачання 1,5 тис. залізничних вагонів⁵⁹⁰. Потім Струсберг отримав кредитів на 8 млн руб., з яких забезпечених було лише на 1 млн⁵⁹¹. Усе це поясню-

залізниці, яким інша група спекулянтів дала поштовх на підвищення». І тільки на початку 1875 року «третя група спекулянтів ухопилися за акції Головного товариства Лібавської та Тамбовсько-Саратовської залізниць, і діями своїми внесла трохи різноманітності в біржовий репертуар» (Биржевая беседа. 5 апреля // Финансовое обозрение. — 1875. — № 14. — С. 293).

⁵⁸⁸ 1874 год в финансовом и экономическом отношении // Финансовое обозрение. — 1875. — № 1. — С. 5–6.

⁵⁸⁹ Биржевая беседа. 12 января. // Финансовое обозрение. — 1875. — № 1. — С. 5–6, 28.

⁵⁹⁰ В. Л. Крушение Московского коммерческого ссудного банка и доктор Струсберг / В. Л. // Нива. — 1875. — № 47. — С. 747–750.

⁵⁹¹ Петров Ю. А. Коммерческие банки Москвы. Конец XIX в. — 1914 р. / Ю. А. Петров. — М.: РОССПЭН, 1998. — С. 26.

валося тим, що керівники банку, Ландау і Полянський, одержали від Струсберга хабар у розмірі 160 тис. руб. за надання кредиту. Коли виявилось, що в Європі Струсберг має репутацію банкрута, почалася загальна паніка — спершу в Москві, а потім і в Петербурзі. Московський позиковий банк припинив усі операції 11 жовтня 1875 р. Суд визнав Струсберга, Ландау та Полянського винними в розкраданні банківських коштів, після чого Струсберга вислали з Росії без права на в'їзд, а Ландау й Полянського відправили на рік у Томську губернію⁵⁹². Після краху Московського Позикового банку в 1875–1876 рр. прокотилася ціла хвиля банкрутств — припинили операції 24 % комерційних банків.

Втім, не тільки біржовою спекуляцією, кризами й банкрутствами прославився бурхливий час 1870-х років. Тоді засновували багато акціонерних компаній, які випустили в обіг велику кількість акцій⁵⁹³. Навколо біржі сформувалося коло професійних біржових гравців, які займалися операціями із цінними паперами. І хоча в це коло входили різні за походженням, освітою й багатством люди, їх поєднувала приналежність до цієї нової спільноти. Таким чином завдяки загальній модернізації після реформ 1860-х років ідеї економічного лібералізму більше проникали в Російську імперію. Була створена інституційна структура фінансового ринку, а декілька періодичних акціонерних бумів прискорили формування в основних фінансових центрах бізнес-мереж і загалом досить динамічного ринку цінних паперів.

⁵⁹² Докладніше див.: Обнинский П. Н. Обвинительный акт по делу о разного рода злоупотреблениях, обнаруженных в Московском Коммерческом Ссудном Банке / П. Н. Обнинский. — Пг., 1917; Карабчевский Н. П. Итоги Струсбергского процесса // Около правосудия. Статьи, сообщения и судебные очерки / Н. П. Карабчевский. — СПб.: Тип. товарищества «Труд», 1902. — С. 110, 114, 125, 137.

⁵⁹³ Тільки за 10 років, з 1860 по 1870 р., було засновано 156 нових компаній (за попередні 60 років, з 1799 по 1860 р. — 166 компаній). На біржах з'явилося багато нових цінних паперів, і в 1870 р. загальна сума операцій з ними на Петербурзькій біржі досягла 3 млрд руб. (з них 1,55 млрд припадало на державні цінні папери) (Гейлер И. К. Сборник сведений о процентных бумагах / И. К. Гейлер. — СПб.: Тип. В. Безобразова, 1871. — С. 48–51).

Японія: «епоха Мейдзі» та виникнення ринкової економіки

У другій половині XIX ст. на світових ринках з'явився новий учасник — Японія. Індустріалізація та розвиток ринкової економіки в Японії почалися після «революції Мейдзі», яка призвела до радикальних перетворень у країні. Ці перетворення одразу привернули увагу потенційних інвесторів, особливо британських — вони добре розуміли перспективність нового ринку. З 1890 по 1912 р. бюджет країни зріс на 578 % (у Великій Британії — на 55 %, Франції — на 47 %, США — на 32 %, у Росії — на 238 %, в Австро-Угорщині — на 410 %) ⁵⁹⁴. За короткий час Японії вдалося досягти успіхів, неймовірних для століттями закритої та далекої від Європи азійської країни, і увійти до складу швидко зростаючих економік — реципієнтів експортованого капіталу. Секрет цього успіху був в особливостях національного характеру, насамперед характерної для японців згуртованості для досягнення мети — згуртованості, яка має багатовікове коріння і стала частиною культури.

Японія в першій половині XIX століття

У першій половині XIX століття Японія була типовою азійською доіндустріальною державою — 85 % населення (30–33 млн осіб) займалося сільським господарством, 6–7 % (близько 2 млн осіб) жило в трьох великих містах — Едо (сучасний Токіо), Осака й Кіото. З XVII століття в Японії влада належала військовій олігархії — сьогунату Токугава. Верхівкою товариства була соціальна верства воїнів — самураїв ⁵⁹⁵, які отримували централізовану ренту — державне жалування, що виплачувалося рисом (для цього селяни мали віддавати до 40 % свого врожаю). Широко використовувалася державна трудова повинність (будівництво доріг

⁵⁹⁴ Обзор печати // Новый экономист. — 1913. — № 42. — С. 6.

⁵⁹⁵ Іншими соціальними станами були купці, ремісники й селяни. Перехід з одного стану в інший заборонявся.

тощо), і в цьому сенсі японське суспільство було типовим прикладом «азійського способу виробництва», як його називав Карл Маркс⁵⁹⁶. Самураї в XVIII столітті становили до 75 % міського населення, і для них торгівля й комерція вважалися принизливою справою.

Традиційні японські цінні папери

Перевага натурального обміну (зерном виплачувалося не тільки жалування самураям, але й податки) гальмував розвиток фінансової системи в Японії. Недостатній розвиток грошового обігу та нестача готівки призвели до того, що адміністрації регіональних провінцій — хан (han) почали випускати хансацу (hansatsu) — дещо середнє між облігаціями й паперовими грішми. Забезпеченням хансацу були рис та різні інші товари, а різновидами hansatsu стали kinsatsu — «золоті папери» та ginsatsu — «срібні папери». Передбачалося, що вони могли вільно конвертуватися на золото або срібло, хоча на практиці такі цінні папери обмінювалися лише на обмежену кількість золотих або срібних монет⁵⁹⁷.

Незважаючи на те, що уряд у 1759 році видав особливий указ, щоб обмежити випуск хансацу, практика їх використання й далі поширювалася. У середині XIX століття напередодні революції Мейдзі в обігу перебувала вже надмірна кількість хансацу, їхній курс був значно нижче, ніж курс металевих грошей, що призвело до швидкого зростання інфляції. Однак уже на початку епохи Мейдзі для стимулювання грошового обігу та акумулювання капіталів провели нову емісію «золотих паперів» kinsatsu. Скасували хансацу після початку обігу в листопаді 1869 р. нової грошової одиниці — ени й приєднання Японії до світової системи золотого стандарту.

Крім того, в обігу між лихварями й купцями перебувало сім видів цінних паперів, що нагадували позикові листи і європейські векселі, серед них фурісаші гамі (furisashi gami), які

⁵⁹⁶ Маркс К. К критике политической экономии / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. — 2 изд. — Т. 13. — С. 7.

⁵⁹⁷ Matsukata M. Report on the Adoption of the Gold Standard in Japan / M. Matsukata. — Tokyo: Government Press, 1899. — P. 1–2; Shinjo H. History of the Yen: 100 years of Japanese money-economy / H. Shinjo. — Tokyo: Kinokuniya, 1962. — P. 11–12.

використовувалися для перекладу грошей між обмінними домами, і *отегата* (*otegata*), які видавали великі торговельні компанії.

Хоча жалування самураям мали сплачувати за традицією рисом, але на практиці їм видавали квитанції на право одержання певної кількості зерна. Самураям потрібні були гроші, а не тільки рис, і вони часто продавали ці квитанції лихварям. Ті вважалися в Японії нижчим станом, і вони об'єдналися у XVIII столітті в окрему підприємницьку асоціацію⁵⁹⁸. Чимало лихварів стали набагато багатшими, ніж основна маса представників вищого стану самураїв.

Головним фінансовим центром у Японії було тоді місто Осака, де були зосереджені лихварі й приватні банкіри. «Історія банкової справи в Японії починається ще з XVI–XVII сторіччя, коли виділилися торговельні підприємства, що займалися спеціальними грошовими операціями»⁵⁹⁹.

Найбільш відомою була група приватних банкірів *Junin guogae* — «Десять обмінних домів», яка виконувала деякі функції центрального банку, зокрема видавала кредити (у середньому під 2,5% на рік) уряду та дрібнішим приватним банкірським домам. Кредити уряду були великими, вони досягали мільйонів *ріо* (*гуо* — японська грошова одиниця в епоху Токугава).

Для збереження існуючого ладу, багато в чому архаїчного, сьогунат Токугава проводив цілеспрямовану політику ізоляції Японії від іншого світу, щоб вплив іноземців не порушив усталений порядок. Японцям заборонялося відвідувати інші країни, а також будувати великі морські судна, придатні для торгівлі та далеких подорожей. Тільки в один порт Нагасакі дозволялося заходити раз на рік двом голландським кораблям і декільком китайським, але торговельні операції з іноземцями мали право вести не купці, а спеціально призначені державні чиновники.

Незважаючи на існування досить складної фінансової системи й прототипів цінних паперів, питання про те, наскільки фінансова система Японії до початку індустріалізації впли-

⁵⁹⁸ Такі підприємницькі асоціації (*kabunakama*), порівнянні з європейськими середньовічними гільдіями, були досить поширеними у великих містах Японії першої половини XIX століття.

⁵⁹⁹ Банки в Японии // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1898. — № 21. — С. 492.

нула на подальшу траєкторію розвитку японської економіки, залишається відкритим. Можна погодитися з основною ідеєю Б. Маршалла, що до початку радикальних економічних реформ ключові ідеї західного підприємництва, зокрема такі поняття, як вільний ринок, були в принципі неприйнятні для традиційного японського суспільства, в якому підприємницька діяльність була підпорядкована загальній меті служіння державі⁶⁰⁰.

Революція Мейдзі

Ізоляція Японії закінчилася у 1853 році, коли американські військові кораблі, погрожуючи обстрілом міст, змусили Японію відкрити свої порти для торгівлі з іншими країнами та дозволити безмитне ввезення іноземних товарів. Суттєву роль у такому інтересі іноземців відіграли не тільки колоніальні мотиви, але й той факт, що в ізольованій від світових ринків Японії золото коштувало втричі дешевше, ніж у Європі (і вп'ятеро дорожче срібла, у той час як в інших країнах світу — в 15). Це надавало можливість іноземцям вигідно обмінювати срібло на золото.

У 1867 р. до влади прийшов молодий освічений імператор Міцухіто. Його правління зазвичай називають епохою Мейдзі (меїї — «освічене правління»), і вона тривала до 1912 р., коли Міцухіто помер. З початком епохи Мейдзі пов'язані численні реформи, активний економічний розвиток і швидка індустріалізація Японії, а слова «людина епохи Мейдзі» асоціюються з духом активного підприємництва⁶⁰¹. У лютому 1889 року була прийнята «конституція Мейдзі», що гарантувала основні права, зокрема право власності. А в листопаді 1869 р. почався обіг нової грошової одиниці — ени, для якої гарантували обмін на золото (1 ена дорівнювала 1,5 г золота). Таким чином Японія приєдналася до системи золотого стандарту.

⁶⁰⁰ Marshall B. K. Capitalism and Nationalism in pre-war Japan: The Ideology of the Business Elite / B. K. Marshall. — Stanford: Stanford University Press, 1967. — 163 p.

⁶⁰¹ Eiichi S. The autobiography of Shibusawa Eiichi: from peasant to entrepreneur / Eiichi S. — Tokyo: Teruko Craig, 1994. — P. IX, X.

Модернізація Японії відбувалася під гаслом *wakon yosai* — «японський дух, західні технології», її метою був самобутній розвиток країни з використанням усього корисного, що можна запозичити в західній цивілізації. І хоча в той час чимало було закликів до модернізації без контактів із представниками західних країн, переміг більш прагматичний підхід, і в Японію почали надходити масові іноземні інвестиції, особливо британські.

Протягом життя лише одного покоління Японія перетворилася із замкненої аграрної країни на індустріальну державу зі швидко зростаючою економікою. Використовуючи порівняно невеликі зовнішні інвестиції в Японії вдалося досягнути такого зростання за набагато менший час, ніж в більшості країн Європи. Ця радикальна трансформація економічної системи та усього способу життя є, мабуть, безпрецедентним випадком.

Часто історики вважають, що всі ці зміни стали результатом послідовної та успішної економічної політики держави, чим й пояснюється економічний успіх Японії. Насправді не тільки це стало причиною росту. Уряд усунув перешкоди для розвитку приватного підприємництва й дало перший поштовх до перетворень, але надалі держава часто залишалася другорядним чинником швидкому зростанню. Важка промисловість, яка мала постійну підтримку держави, зробила набагато менший внесок в загальний економічний розвиток Японії, ніж текстильна промисловість, яка у більшості випадків не мала підтримки держави.

Впливові самураї — представники родової аристократії та радники імператора (на початку правління Міцухіто було лише 16 років) — вирішили відкрити Японію для Заходу. Було запрошено понад 2400 іноземців з 23 країн для навчання японців західним методам промислового виробництва й торгівлі — на оплату запрошених фахівців витрачалося близько 2 % державного бюджету⁶⁰².

Інтерес японців до західних технологій швидко вийшов за межі тільки лише технологічних знань і поширився на економічні ідеї. У 1878 р. Юкічі Тагучі опублікував книгу

⁶⁰² Bernstein J. *Japanese Capitalism* / J. Bernstein // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies, and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions*. — Cambridge: Harvard University Press, 1997. — Ed. by T. McCraw. — P. 447–448.

«Політика вільної торгівлі для Японії», у якій розвивав ідеї Адама Сміта та Річарда Кобдена. Книга привернула увагу і перевидавалася в ті роки декілька разів. Потім Юкічі почав видавати економічний журнал *Keizai Zasshi*, а в 1882 р. випустив нову книгу *Keizai Zaku* — «Економічна політика», критикуючи політику економічного націоналізму, яка мала великий вплив у Японії.

На відміну від Китаю, у Японії інновації сприймалися легко й швидко, призводячи до значних змін у суспільстві та економіці — японська правляча еліта охоче використовувала всі вигідні для себе європейські технології. І хоча стратегія розвитку країни («фукоку кехей», «багата країна — сильна армія») багато в чому була подібна до китайської, у Японії здатність до запозичення європейського досвіду була пов'язана з високою дисципліною праці та організованістю, а також з відсутністю надмірно розгалуженого державного апарату й системи чиновників, які гальмували інновації в Китаї⁶⁰³.

У 1872–1873 рр. була проведена аграрна реформа, що скасувала державну власність на землю. Так ліквідували одну з найважливіших основ «азійського способу виробництва», і в Японії почала формуватися економічна система європейського типу. Земля стала належати селянам, і вони мали платити за неї податок, але вже не рисом, а грішми. Це збільшувало залежність селян від лихварів — усе частіше гроші для сплати земельного податку доводилося позичати. Згодом передані селянам землі переходили у власність поміщиків: до початку Першої світової війни 45 % землі; а 70 % селян стали із власників землі її орендарями⁶⁰⁴.

Початок індустріалізації

Індустріалізацію доводилося починати практично з нуля, і в її організації вирішальне значення мала активна державна політика, спрямована на створення промисловості. Держава

⁶⁰³ Селищев Л. С. Китайская экономика в XXI веке. — СПб.: Питер, 2004. — С. 22–23. Щодо відмінностей японського та китайського підходів до інновацій див.: Лал Д. Непреднамеренные последствия / Д. Лал. — М.: ИРИСЭН, 2007. — С. 171–172.

⁶⁰⁴ Конотопов М. С. Из тупика (Гл. 3. Опыт экономического развития Японии) / М. Конотопов, С. Сметанин. — М.: Академический проект, 2000. — С. 115.

мала підвищене значення тому, що первісне нагромадження капіталу не було завершено, фінансових ресурсів не вистачало, а приватних інвестицій у промисловість у перші десятиліття індустріалізації практично не було. Кредити видавалися лихварями під відсоток, у декілька разів більший, ніж у країнах Європи, тому для власників капіталів було набагато вигідніше вкладати їх у сферу фінансових послуг. Тому перші «зразкові» підприємства (вони мали стати прикладом для інших) створювали коштом держави за допомогою найнятих європейських фахівців.

Вільна торгівля прискорила зростання японської економіки. Разом з імпортними товарами, ідеями та знаннями в країну почали проникати іноземні капітали. Серед перших іноземних інвесторів були британці, що взяли участь у фінансуванні будівництва в 1870 р. залізниці між Токіо і Йокогамою, великим портом, через який експортувалася більша частина японського шовку (у цьому місті перебував Йокогамський грошовий банк — єдиний банк, що торгував іноземною валютою).

Основним фінансовим центром стало місто Осака, де була зосереджена торгівля бавовною. У роки економічних реформ сюди приїхало багато підприємців із Токіо, Китаю та країн Заходу, які заснували нові підприємства, зокрема бавовнопрядильний, паперовий, сталеливарний та інші заводи. У 1885 р. 10–12 % усього японського промислового капіталу було зосереджено саме в Осаці, а до кінця 1890-х років — близько 30 %.

Успіхи приватного підприємництва стимулювали поява державної програми підтримки промисловості. Таку програму, відому за назвою *shokusan kogyo*, запропонував Окубо Тошимічі, один із найвпливовіших міністрів епохи Мейдзі. Програма передбачала великі бюджетні інвестиції в капіталомісткі галузі важкої промисловості, транспортної мережі та зв'язку. В 1871 р. організували поштовий зв'язок європейського типу між Токіо й Осакою, після цього державна програма планувала створення телеграфної мережі та транспортної інфраструктури, переважно залізниць. Передбачалися державні інвестиції в суднобудування, виробництво будівельних матеріалів і шовку. До середини 1870-х років японський уряд мав три суднобудівні заводи і 51 торговельне судно, 52 цивільні і два військові заводи. Крім того, вже було збудовано 75 миль залізниць. У 1900 р. довжина залізничної мережі

зросла до 3,6 тис. миль (2,8 тис. миль належали приватним компаніям, 0,8 тис. миль — державі)⁶⁰⁵.

За короткий час побудували велику кількість державних підприємств — залізниці, телеграфна й телефонна мережі, вугільні шахти, мідні й срібні рудники, текстильні фабрики, верфі Нагасаки й Урага, металургійний завод «Екосука» та інші. Однак це виснажило державний бюджет, а більшість цих проєктів виявилися неуспішними та збитковими⁶⁰⁶. Загалом, державні підприємства епохи Мейдзі стали тягарем для всієї японської економіки, і як не хотілося державним чиновникам привласнити собі всі успіхи економічного підйому, казати про вирішальну роль держави в реформах Мейдзі немає підстав. Адже державні капіталовкладення становили до кінця XIX ст. лише 12–14 % усіх інвестицій у японську економіку. Надалі держава обрала іншу тактику — почала вибірково підтримувати окремі найперспективніші приватні компанії, зокрема великі торгові дома Сімода, Оно й Міцуї, але після скасування привілеїв і субсидій із цих трьох торгових домів зберігся лише Мицуї. Надалі Мицуї та декілька інших торгових домів перетворилися на величезні промислово-фінансові конгломерати — «дзайбацу» (zaibatsu — «фінансова група»)⁶⁰⁷.

⁶⁰⁵ Япония // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 9. — С. 504–505.

⁶⁰⁶ Державний цементний завод у Фукугаві збанкрутував, скляний завод у Шинагаві виявився збитковим, Токійська газова компанія також була збитковою. Особливо добре стала помітна неефективність державних проєктів під час будівництва залізниць — з державним фінансуванням вони коштували удвічі дорожче, ніж побудовані приватними компаніями. Зрештою до 1892 р. приватними компаніями було побудовано 1320 миль залізниць, державною — удвічі менше. Для модернізації видобутку залізної руди в Камаїші держава витратила 2,5 млн єн на сучасне обладнання, але одержала прибутків від продаж готового заліза лише 175,1 тис. єн, після чого підприємство визнали збитковим і всі роботи припинили. Основна причина такого неефективного інвестування капіталів була в низькій якості управління, у відсутності необхідних знань і фахівців.

⁶⁰⁷ Власник фірми «Мицуї», який займався обміном грошей, підтримав уряд, після чого фірмі надали великі вигідні підряди на постачання спорядження для армії; «Мицуї» контролювала близько 70 % цього постачання і швидко стала підніматися. У суднобудуванні монополію привілеїв одержав Івасакі Ятаро, який заснував фірму «Мицубісі», а незабаром став найбагатшим підприємцем епохи Мейдзі. Подібним чином фірма «Сумітомо», що займалася міддю, завдяки привілеїв, які одержав її власник Хіросі Сайхей, незабаром перетворилася на велике сучасне виробництво, що займалося міддю, вугіллям, чаєм та шовком.

А серед акціонерних банків усе більший вплив мали Mitsui, Konoike, Sumitomo, Mitsubishi, тісно пов'язані з великими промисловими підприємствами, які стали основою дзайбацу. У найбільші акціонерні банки були вкладені капітали старих торгових домів (найвпливовішим із них був Mitsui), створених давніми самурайськими династіями⁶⁰⁸.

Після призначення на посаду міністра фінансів Мацукати Масайоши у 1881 р. був узятий курс на скорочення державних витрат, припинення підтримки промисловості й приватизацію збиткових підприємств — як правило, за сильно зниженою ціною⁶⁰⁹. Після початку масової приватизації державні підприємства були продані аристократичним родинам Івасакі («Міцубісі»), Міцуї, Сумітомо, Аікава («Ніссан») та іншим, що посилювало тенденцію формування великих фінансово-промислових груп дзайбацу (до 1930-х років дзайбацу зазвичай не були акціонерними компаніями й створювалися за принципом партнерства).

Таким чином у 1880-ті роки в Японії почався період швидкої індустріалізації та економічного росту. З 1868 по 1911 р. обсяги експорту зросли з 15,5 тис. єн до 485,5 тис.; імпорту — з 10,7 до 572,0 тис. єн.

Створення банківської системи

Для індустріалізації Японії потрібна була нова інфраструктура фінансових установ, здатних акумулювати капітал. Першим кроком у цьому напрямі було створення у 1869 р. держав-

⁶⁰⁸ «Дзайбацу» виникли за допомогою підтримки впливових аристократичних родин. Вони склалися з холдингової компанії, яка перебувала зазвичай у сімейній власності, і групи дочірніх фірм. Це були конгломерати з великих банків і промислових компаній, які мали значний вплив на економічну та фінансову системи Японії. «Дзайбацу» були ліквідовані наприкінці Другої світової війни, замість них виникли фінансово-промислові групи нового типу — «кейрецу».

⁶⁰⁹ Зокрема, у підприємство з видобутку залізної руди в Мамаїші держава вклала 2,4 млн єн, а продала його в 1887 р. лише за 12,6 тис. єн. Подібних прикладів було в той час безліч, і можна тільки здогадуватися, наскільки збагатилися приватні підприємці, купивши за символічну ціну великі підприємства, особливо пов'язані з видобутком природних ресурсів. Кошти, отримані від приватизації, Мацуката вирішив використати для виплат національного боргу, і він скоротився з 245 млн єн у 1880 р. до 5 млн єн у 1890 р.

ної Офіційної торговельної організації (Tsusoshi). А та, у свою чергу, заснувала вісім нових фінансових установ — «обмінних компаній» (kawase kaisha) в основних фінансових центрах — Токіо, Йокогамі, Осаці, Кіото, Кобе, Ніігаті, Тсурузі й Отсу. Показово, що в назві цих установ з'явилося слово kaisha, що відповідало західному поняттю «компанія».

Ці компанії випустили подібні до облігацій цінні папери («золоті», «срібні» і «мідні», залежно від їхньої конвертованості на металеві гроші). Облігації «обмінних компаній» могли обмінюватися на державні облігації, які використовували для фінансування перших промислових підприємств. Втім, облігаціями ці папери можна було назвати лише умовно — вони являли собою щось середнє між традиційними японськими хансацу й західними облігаціями. Так само умовно «обмінні компанії» можна було вважати банками — вони більше нагадували існуючі раніше традиційні японські фінансові установи.

Банківську систему сучасного типу в Японії почали створювати після того, як у 1870 р. Хіробумі Іто, перший прем'єр-міністр Японії й один із лідерів революції Мейдзі, відвідав США для знайомства з організацією американських банків (у 1860-ті роки Іто був одним із перших японців, які побували в Англії). У 1872 р. з ініціативи Іто був прийнятий Національний банківський акт (з доповненнями 1876 р.).

Японське банківське законодавство майже повністю повторювало американський National Banking Acts of 1863 р., і спершу в Японії передбачалося створення банківської системи американського типу⁶¹⁰. Було засновано п'ять національних банків (kokuritso ginko), що одержували назви згідно з порядком заснування — Перший національний банк, Другий тощо. Найвпливовішим із них був Перший національний банк⁶¹¹. Нові банки мали 60% свого капіталу тримати в 6% державних облігаціях kinsatsu, а на 40% могли випускати банкноти⁶¹². Право емісії банкнот мали перші чотири зі

⁶¹⁰ У цій моделі існує велика кількість банків з незначною мережею локальних відділень. Ці порівняно невеликі банки пов'язані з фінансовим ринком через більші кореспондентські банки, що дало назву такої моделі — correspondent banking.

⁶¹¹ Roberts J. Mitsui: Three Centuries of Japanese Business / J. Roberts. — N. Y.: Weatherhill, 1973. — P. 98–99.

⁶¹² Shibusawa E. The Development of Banking / E. Shibusawa/ Fifty Years of New Japan [Ed. S. Okuma]. 2 vols. Vol. 2. — N. Y.: Kraus, 1970. — P. 493.

створених японських банків (зокрема банк Daiichi Ginko, президентом якого став відомий підприємець Є. Сібусава) з їхнього сукупного капіталу (3,45 млн єн) 2,07 млн перебувало в розпорядженні міністерства фінансів. Інші створені японські банки одержували відповідну кількість банкнот для використання їх як оборотного капіталу при збереженні умови придбання на 60 % свого капіталу державних облігацій.

Забезпечення банкнот золотом спершу було недостатнім, і до 1876 року японські національні банки мали обмежені можливості у фінансуванні промисловості. Після того як у 1876 році їм було надане право емісії банкнот, забезпечених облігаціями державної позики, це призвело до швидкого зростання кількості банків. У їхнє створення інвестували капітали самураїв, зокрема 30 млн із 190 млн єн отриманої ними компенсації⁶¹³ (у 1880 р. 76 % капіталу японських банків належало самураям). Самі самураї ставилися до такого вкладення компенсації в банківську систему як до гарної можливості увійти в світ бізнесу, дотримавшись при цьому самурайських норм честі й не займаючись безпосередньо «низькою» за їхніми уявленнями комерцією.

До кінця 1870-х років у Японії була створена мережа зі 153 акціонерних банків, а також великої кількості дрібних локальних квазібанків. Створення кредитоспроможної банківської системи стало заслугою міністра фінансів Мацукати Масайоши, який почав працювати на цій посаді в 1881 р.⁶¹⁴ Однак неконтрольована емісія банкнот і швидке збільшення кількості банків призвели до підвищення інфляції в 1878–1881 рр. Зростаюча загальна нестабільність банківської системи (особливо в 1877 р.) показала, що американська банківська модель не дуже підходить для Японії. Було вирішено заснувати центральний Банк Японії (Nippon Ginko), що почав роботу 10 жовтня 1882 р. — єдиний банк, який мав право емісії банкнот. Банк був акціонерним, але контролювався міністерством фінансів — половина акцій належала державі,

⁶¹³ Hoshi T. Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future / T. Hoshi, A. Kashyap. — Cambridge (Massachusetts): MIT Press, 2004. — P. 20.

⁶¹⁴ У 1880 р. почав роботу Йокогамський грошовий банк, що спеціалізувався на іноземній валюті, у 1896 р. — Іпотечний банк, який кредитував сільське господарство; у 1899 р. — Хоккайдський банк розвитку, який фінансував підприємства на острові Хоккайдо; у 1900 р. — Промисловий банк Японії, який залучав японські та іноземні капітали для інвестицій у промисловість.

а половину розподілили між приватними інвесторами. За зразок під час створення центрального банку обрали Банк Бельгії — йому надали перевагу перед німецьким Рейхсбанком, оскільки Німеччина, на відміну від Японії, була федеративною державою. Однак досвід німецьких банків, особливо щодо створення резервного фонду, також широко використали в Японії.

У 1897 р. у Японії було 1523 кредитні установи з капіталом 305 млн єн (серед них — 1098 акціонерних банків із сумарним капіталом 211 млн єн; 215 ощадних кас із капіталом 19,2 млн єн, 63 «національних банків» з капіталом 13,3 млн єн та інші)⁶¹⁵. До 1914 року мережа японських фінансових установ значно збільшилася — кількість банків досягла 2144, ощадних кас — 644. Основний капітал японських банків становив 775 млн єн, обсяг депозитів — 2 млрд єн. Середня величина дивідендів у банках була високою — 9,1–9,9%. З акціонерних банків одним з основних став Йокогамський банк для зовнішньої торгівлі з капіталом 48 млн єн, вкладками на 166 млн і високими дивідендами — 12%. Для багатьох сільськогосподарських і промислових підприємств основним джерелом кредитів був Японський іпотечний банк із капіталом у 20 млн єн⁶¹⁶.

Після видання в 1893 р. Savings Bank Act (Акту про ощадні банки) японська фінансова система доповнилася численними приватними ощадними банками, але в період рецесії 1900-х років їхня кількість зменшилася. Незважаючи на початковий вплив американського банківського законодавства, розвиток банківської системи в Японії пішов іншим шляхом. Замість великої кількості дрібних і середніх банків, характерних для США, у Японії почалася концентрація банківського капіталу, і щодо цього японська модель нагадує німецьку. Японські банки стали не тільки основним джерелом фінансування промисловості, але й активними учасниками ринку цінних паперів — як державних, так і корпоративних.

До 1900 року фінансова система в Японії загалом сформувалася, і в ній під впливом німецької, бельгійської та французької банківських моделей виникло декілька

⁶¹⁵ Банки в Японии // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1898. — № 21. — С. 423.

⁶¹⁶ Банковое дело в Японии // Коммерческое образование. — 1913. — № 3 (нояб.). — С. 135.

спеціалізованих банків — Іпотечний банк Японії (Hypotec Bank of Japan), Індустріальний банк Японії (Industrial Bank of Japan), Колоніальний банк Хоккайдо (Hokkaido Colonial Bank) і Банк Тайваню (Bank of Taiwan). У фінансуванні промислових підприємств основне значення мав Індустріальний банк Японії.

Перші облігаційні позики

Після того як революція Мейдзі відкрила Японію для європейської культури, країні «доводилося в найкоротший час насадити в себе... цивілізацію, яка повільно... накопичувалася в старих європейських країнах». Оскільки «державне реформаторство завжди й скрізь спричиняє великі витрати, епоха реформ супроводжується посиленням ростом державної заборгованості. Не уникла цієї долі і Японія... швидкість державного будівництва, декілька війн... позначилися на інтенсивному зростанні державної заборгованості»⁶¹⁷.

Японія пішла шляхом, перевіреном багатьма іншими країнами, і випустила державні облігації. Це стимулювало формування японського ринку цінних паперів, але й призвело до швидкого збільшення державного боргу, що зріс із 4,8 млн єн у 1871 р. до 40,7 млн у 1873 р., 371,7 млн у 1895 р., 994,1 млн у 1904 р. і 2217,7 млн у 1906 р.⁶¹⁸

Японські державні облігації (номіновані в британських фунтах) були випущені в Лондоні 23 квітня 1870 року на суму 1 млн фунтів під 9 % річних з терміном погашення 13 років (прибутковість наступного випуску 1873 року знизилася до 7 %). Кошти продажу облігацій були призначені для будівництва в Японії залізниць. Облігації мали непоганий попит на Лондонській біржі⁶¹⁹. Розміщення облігацій проводив банк Schroeder & Co, а посередником у розміщенні позики став британський дипломат Гораціо Нельсон Лей. Він хотів одер-

⁶¹⁷ Боголепов М. И. Государственный долг (к теории государственного кредита). Типологический очерк. — СПб.: Изд-во О. Н. Поповой, 1910. — С. 19.

⁶¹⁸ Büchel H. Die Finanzen Japans / H. Büchel. — Essen: Bädeler, 1908. — S. 8–56.

⁶¹⁹ Mauro P. Emerging markets and Financial Globalisaton / P. Mauro, N. Sussman, Y. Yafeh. — Oxford: Oxford Univ. Press, 2006. — P. 50–52.

жати від японського уряду 120 тис. фунтів (12% від суми позики), з яких планував заплатити 90 тис. фунтів власникам облігацій (9% прибутку), а 30 тис. комісійних залишити собі за посередницькі послуги. Коли японський уряд довідався подробиці цього плану, він відмовився від послуг Лея, а також одержав для себе цінний досвід взаємодії із британським фінансовим ринком⁶²⁰.

З 1870 по 1902 р. японські державні облігації випускали в Лондоні (загалом п'ять випусків, прибутковість яких знижувалася від 9 до 5%), з 1904 по 1905 р. — у Лондоні та Нью-Йорку (три випуски із прибутковістю від 6 до 4,5%), з 1905 по 1910 р. — у Лондоні, Нью-Йорку, Берліні та Парижу (4 випуски із прибутковістю 4,5–4%). До кінця XIX ст. ці облігації зайняли стабільне місце на британському ринку цінних паперів.

Сприятливе фінансове становище Японії та відновлення в цій країні нормального грошового обігу робить її більш кредитоспроможною, ніж багато інших держав, які наповнювали в різний час європейські ринки власними цінними паперами. Коли банк Ротшильда в Лондоні придбав частину японської військової 5% позики на суму 40 млн єн, це був, мабуть, перший випадок придбання японських паперів іноземними інвесторами. Попит на ці папери був — спершу вони котирувалися в Лондоні по 97%, а незабаром дійшли до 100% номіналу.

Усього із квітня 1870 р. по лютий 1914 р. було випущено 17 облігаційних позик. Щоб привернути увагу інвесторів до нових паперів прибутковість першої позики в 1870 р. була підвищена (9%), як і другої 1873 р. (7%). Потім вона знизилася до звичайних у той час 5–4%. Термін погашення облігацій був різним, від 60 років (12-та і 13-та позики 1910 р.) до одного року (14-та позика 1914 р.). Суми позик також значно відрізнялися — від 30 млн фунтів (9-та позика 1905 р.) до 1,5 млн (14-та і 15-та позики 1913 р.) і 1 млн (перша позика 1870 р.). Заявленою метою випуску облігаційних зовнішніх позик було рефінансування внутрішніх позик, будівництво залізниць, а також покриття військових витрат. Розміщенням облігацій у Лондоні найчастіше займалася так звана Лондонська група банків (у цей синдикат входили

⁶²⁰ Checkland O. Britain's Encounter with Meiji Japan, 1868–1912 / O. Checkland. — L.: Macmillan, 1989. — P. 38.

Yokogama Specie Bank, Parr's Bank, Hongkong and Shanghai Bank)⁶²¹.

Для залучення заощаджень іноземних інвесторів з 1899 р. випускалися облігації муніципальних позик Токіо, Кіото, Осаки, Йокогами та інших міст. Першою була 6 % позика міста Кобе на 26 тис. фунтів, випущена у травні 1899 р. Через три роки 6 % муніципальну позику випустило місто Йокогама (92 тис. фунтів), потім у червні цього року була випущена 6 % позика Осаки (315 тис. фунтів)⁶²². У перші роки випуску японських муніципальних позик серед британських інвесторів існували сумніви в перспективності цих паперів, пов'язані головним чином з назріванням Російсько-японської війни.

А після закінчення війни облігації надалі мали непоганий попит у Лондоні. Усього з 1899 по 1912 р. випустили 13 муніципальних позик, розміщених переважно в Лондоні, а також у Парижі (3 позики). Ще три позики було випущено в жовтні й грудні 1926 р. (Токіо і Йокогама), а також у березні 1927 р. (Токіо), вони розміщувалися на біржі в Нью-Йорку. Серед британських посередників, які займалися цими позиками, переважав синдикат London Group⁶²³. Крім того, з 1906 по 1913 р. випустили 12 облігаційних позик різних японських компаній,

⁶²¹ Після Першої світової війни було випущено ще 5 зовнішніх позик — 18-та у лютому 1915 р. (5,75 % терміном на 1 рік на суму 3 млн фунтів), 19-та у лютому 1924 р. (6,5 % на 30 років на 30,8 млн фунтів), 20-та у лютому 1924 р. (6 % на 35 років на 25 млн фунтів), 21-та у травні 1930 р. (5,5 % на 35 років на 14,6 млн фунтів) і 22-та у травні 1930 р. (5,5 % на 35 років на суму 12,5 млн фунтів). Усі ці позики випускали з метою рефінансування внутрішніх позик (Bytheway S.J. *Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011* / S.J. Bytheway. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2014. — P. 91–95).

⁶²² Suzuki T. *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market, 1870–1913* / T. Suzuki. — London: Athlone, 1994. — P. 146–162.

⁶²³ За кількістю позик лідирувала Йокогама (1902, 1907, 1909, 1912), потім Токіо (1906, 1912), Кіото (1909, 1912), Осака (1903, 1909), Нагойя (1909), Кобе (1899). Прибутковість облігацій спершу становила 6 %, після 1909 р. — в основному 5 %, терміни погашення вони мали різні, від 78 років (Осака, 1903) до 8 років (Йокогама, 1909). Суми позик були в діапазоні від 9,1 млн фунтів (Токіо, 1912) до 26 тис. фунтів (Кобе, 1899) (Bytheway S.J. *Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011* / S.J. Bytheway. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2014. — P. 114–115).

серед яких лідирувала як позичальник компанія Південно-Маньчжурської залізниці (South Manchuria Railway)⁶²⁴.

Внутрішній облігаційний ринок почав формуватися в 1870-ті роки. Привілейований клас самураїв (які перебували на державній службі та одержували за це платню) після революції Мейдзі був ліквідований, а жалування самураїв, що видавалося квитанціями на рис, замінили пенсіями. У 1873 році пенсії скасували, і самураям почали виплачувати компенсацію — частково облігаціями державної позики 1870 р., які давали самураям прибуток, порівняний з розміром пенсій.

За даними 1876 р. чисельність самураїв становила 400 000 (5% японських домогосподарств), загалом їм виплатили 190 млн єн компенсації. Використання для цього облігацій державної позики — читсуроку (chitsuroku) — надало можливість значно знизити витрати з державного бюджету на виплату самураям компенсації. А в 1876 році, після прийняття в серпні доповненого Національного банківського акту, було вирішено почати випуск так званих суспільних (public) облігацій кінроку (kinroku). Самураїв зобов'язали приймати ці облігації під час виплати компенсації. Облігації кінроку стали називати «самурайськими», а загальний обсяг їхньої емісії становив 174 млн єн⁶²⁵, що вп'ятеро перевищувало вартість випущених на той час державних облігацій і дорівнювало 40% ВВП Японії в 1876 р⁶²⁶. Серед власників «самурайських»

⁶²⁴ Серед емітентів були також Kansai Railway, Kanegafuchi Cotton Spinning Co., Industrial Bank of Japan, Matsui Muslin Spinning Co., Hokkaido Colonial Bank тощо. Прибутковість цих облігацій була в діапазоні 7,5–4,5%, термін погашення становив у середньому 20 років, суми позик були в діапазоні від 25 тис. фунтів (бавовняна фабрика Матсуї) до 6 млн фунтів (компанія Південно-Маньчжурської залізниці, 1911 р.). Розміщувалися ці облігації переважно в Лондоні, іноді в Парижі (Bytheway S. J. *Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011* / S. J. Bytheway. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2014. — P. 126–127).

⁶²⁵ Hirschmeier J. *The origins of entrepreneurship in Meiji Japan* / J. Hirschmeier. — Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1964. — P. 54–55, 57; Hirschmeier J. *The Development of Japanese Business: 1600–1973* / J. Hirschmeier, T. Yui. — London: Taylor & Francis, 2006. — P. 118.

⁶²⁶ Flath D. *The Japanese economy* / D. Flath. — Oxford: Oxford University Press, 2005. — P. 31; Ranis G. *The Financing of Japanese Economic Development* / G. Ranis // *The Economic History Review*. — 1959. — Volume 11, Issue 3. — P. 440–454; Supple B. *The experience of economic growth: case studies in economic history* / B. Supple. — New York: Random House, 1963. — P. 410.

облігацій були як самі самураї (39,9 %), так і родова аристократія (44,1 %), а також підприємці (16 %) ⁶²⁷.

Багато самураїв продавали облігації, а їхніми покупцями ставали банкіри й багаті землевласники. Так почав формуватися вторинний облігаційний ринок. Отримані від компенсації кошти самураї вкладали переважно в придбання земельної нерухомості (що вони могли зробити на пільгових умовах), але багато хто з них інвестував ці гроші в створення банків, кількість яких почала швидко зростати.

Поява акціонерних компаній та бірж

У 1872 р. у Японії ухвалили акціонерне законодавство, і почали виникати перші акціонерні компанії (електротехнічні підприємства, бавовнопрядильні фабрики Amagasaki, Kurashiki, Kanebo у портових містах Осака й Амагасакі та інші). Розпочався стрімкий розвиток японської промисловості. Кількість акціонерних компаній швидко зростала — у 1884 р. їх було 1298 (не рахуючи дрібних з капіталом менше 1000 єн), у 1893 р. — вже 4133, у 1898 р. — 7044, у 1900 р. — 8589.

Випуск акціонерними компаніями цінних паперів створив потребу в організованому ринку цінних паперів. Облігації й акції почали торгуватися на перших японських біржах, створених в Осаці й Токіо в 1878 р. Робота бірж була врегульована біржовим актом 1887 р. (доповнена версія якого була видана в 1893 р.), і згідно з ним статутний капітал для створення біржі був визначено в розмірі 30 000 єн. Незабаром кількість бірж збільшилася до п'яти в 1886 р. і 46 в 1897 році. Потім кількість нових бірж зменшилася до десяти й залишалася на такому рівні до Першої світової війни. Власниками Токійської біржі (спершу організованої за принципом партнерства, а в 1890-ті роки перетвореної на акціонерне товариство) були Окума Шигенобу (у той час міністр фінансів Японії) та Ейїті Сібусава — відомий підприємець епохи Мейдзі.

Сібусава, якого часто називають «батьком японського капіталізму», побував у 1867 р. у Європі на Паризькій вистав-

⁶²⁷ Yamamura K. A Study of Samurai Income and Entrepreneurship: quantitative analyses of economic and social aspects of the samurai in Tokugawa and Meiji Japan / K. Yamamura. — Cambridge: Harvard University Press, 1974. — P. 166.

ці. А на початку ХХ століття він став міністром фінансів і вирішив розвивати в Японії ринкову економіку. Уряд підтримував цю ідею, і незабаром Сібусава заснував одну з перших у Японії акціонерних компаній — торговельну корпорацію «Сіохокайсіо», а потім брав участь у створенні понад 300 різних компаній (деякі з них — Misuho Financial Group — існують і сьогодні). Саме Сібусава став одним з ініціаторів створення національного банку Японії⁶²⁸.

Спершу попит на акції був не дуже високий — характерний випадок залізничної компанії Kyushu Tetsudo, заснованої в 1888 р. з капіталом 11 млн єн, з яких 7,5 млн планувалося зібрати за рахунок акцій. При номінальній вартості акцій 50 єн їх продавали по 5 єн, але навіть і за рахунок цього за цей рік інвестори придбали тільки 38 % акцій. Ситуація покращилася лише після того, як акції були занесені в лістинг бірж у Токіо й Осаці⁶²⁹.

Заощадження та інвестиції

Особливістю акумуляції фінансових ресурсів в епоху Мейдзі було переважання державних інвестицій (близько 200 млн єн) над приватними (близько 150 млн єн). З 1914 р. приватні інвестиції перевищили державні, але ця тенденція тривала лише до початку 1920 р. Тільки в 1930-ті роки рівень приватних інвестицій (близько 12 трлн єн у 1965 р.) став стійко переважати над державними (близько 5 трлн єн у 1965 р.). Крім того, як державні, так і приватні інвестиції в епоху Мейдзі спрямовували переважно на будівництво⁶³⁰. Однак зростання заощаджень і значення індивідуальних інвесторів у цей час

⁶²⁸ Эйити Сибусава. Беседы дождливыми вечерами / Сибусава Эйити. — М.: Научная книга, 2002. — 248 с.

⁶²⁹ Hamao Y. Listing Policy and Development of the Tokyo Stock Exchange in the Pre-War Period / Y. Hamao, T. Hoshi, T. Okazaki. — 2006. — P. 22. — <http://www.2.e.u-tokyo.ac.jp>

⁶³⁰ Темпи зростання обсягу приватних інвестицій не були постійними — від 2,7 % у 1902 р. до 14,0 % у 1907 р. і 19,3 % у 1908 р.; 2,6 % у 1912 р.; 24,0 % у 1915 р.; 9,8 % у 1924 р.; 20,3 % у 1935 р. Загальний обсяг інвестицій становив 12,75 % ВВП у 1907 р.; 16,46 % у 1917 р.; 35,68 % у 1964 р. (несільськогосподарські інвестиції — відповідно 5,68 %; 11,78 %; 21,98 %) (Ohkawa K. Japanese Economic Growth: trend acceleration in the twentieth century / K. Ohkawa, H. Rosovsky. — Stanford: Stanford University press, 1973. — P. 33, 47).

були ще несуттєвими. У 1890 р. заощадження становили 15 % ВВП, у 1900 р. — 16 %, у 1910 р. — 17 %. Швидке збільшення заощаджень, характерне для Японії, почалося пізніше — з 1920 р. (20 %) і, особливо, з 1940 р. (25 %).

Наприкінці XIX століття значними стали інвестиції в японські цінні папери заощаджень іноземних інвесторів — 82,5 % від загального обсягу цих інвестицій було вкладено в державні японські облігації, 7,8 % — у муніципальні облігації, решта (більш 9 %) — у корпоративні облігації японських підприємств. Серед іноземних капіталів, вкладених у японські цінні папери, переважали британські.

Японська модель адміністративного капіталізму

На розвиток ринку цінних паперів у Японії значний вплив мала специфічна японська модель «адміністративного капіталізму», у якому підвищене значення мало державне регулювання. Ця тенденція сформувалася ще на початку реформ епохи Мейдзі, коли державна політика орієнтувалася на стимулювання процесів модернізації японського суспільства, промисловості та фінансової системи.

Японську модель іноді⁶³¹ порівнюють із німецькою моделлю «неліберального капіталізму», зважаючи на підвищену роль державного регулювання ринків у Японії та Німеччині, а також пріоритетне значення банків як джерел фінансування індустріалізації. Але якщо в Німеччині виникнення «неліберального капіталізму» було пов'язане з традицією середньовічних корпоративних об'єднань, організованих за економічним принципом, то в Японії — з ідеєю особистої відданості самурайській громаді «йе». Це вплинуло надалі на весь японський стиль ведення бізнесу, управління компаніями та на специфіку розвитку цінних паперів. Важливе значення мало й формування промислово-фінансових груп — дзайбацу. Однак, як відзначають сучасні японські автори, не слід

⁶³¹ Sylla R. Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America / R. Sylla, E. Wright // Business and Economic History Online. — 2004. — Vol. 2. — <http://www.h-net.org>

надмірно перебільшувати міф про «особливий японський капіталізм» — у Японії в епоху Мейдзі сформувалася ринкова економіка, заснована на тих самих принципах конкуренції, що і в інших країнах, а національні традиції впливають на ринкову економіку не тільки в Японії, а, мабуть, всюди.

І хоча поширена думка, що до середини XX століття в Японії не існувало розвиненого ринку цінних паперів, зокрема ринку акцій, а групи дзайбацу створювали з метою контролювати японську економіку власні «кишенькові» (як їх тоді називали) банки, ці банки не завжди були «кишеньковими» і активно вкладали капітали в облігації залізничних і енергетичних компаній.

З кінця XIX ст. основним джерелом фінансування підприємств стали акції (у середньому 60–65 % фінансування в різні роки). Корпоративні облігації мали другорядне значення (у середньому 9 % у різні роки)⁶³². Прискорений розвиток японської економіки й ринку цінних паперів призвів до того, що з кінця XIX ст. Японія, як країна «молодого капіталізму», стала одним з основних реципієнтів західноєвропейських інвестицій і згодом успішно увійшла в групу країн з розвиненими фінансовими ринками.

⁶³² Juro T. Were the Banks Really at the Center of the Prewar Japanese Financial System? / T. Juro // Bank of Japan. Monetary and Economic Studies. — 2007. — Vol. 25. — № 1. March. — P. 52.

Частина четверта.

BELLE ÉPOQUE:
ПРЕЛЮДІЯ
ДО ГЛОБАЛІЗАЦІЇ
КАПІТАЛУ

Епоха експорту капіталу

Перша глобалізація

Загальносвітова мережа економічних зв'язків (яка почала виникати ще в 1850–1870-х роках завдяки розквіту вільної торгівлі), повністю сформувалася в епоху експорту капіталу. Цей час загального економічного підйому, сорок мирних років між франко-пруською війною та початком Першої світової війни (*Belle Époque*, як казали тоді, — «Прекрасна епоха»), часто називають «першою хвилею» глобалізації.

«Почався підйом, який у всіх країнах Європи відчувався майже однаково... Рівень життя зростав, і це відчувалося у всьому... Вигравав той, хто ризикував... чим сміліше, відчайдушніше створювалося підприємство, тим вірніше воно окупалося. І від того на світ спустилася п'янка безтурботність, адже що могло перервати цей підйом, зупинити зліт, що черпав у самому собі нові сили?... Світ став не тільки прекрасніше, але й вільніше... раніше за кордон виїжджали тільки обрані, а тепер банківські клерки й дрібні ремісники подорожували в Італію, у Францію... люди відчули себе впевненіше, у них з'явилася небувала відвага, вони стали сміливішими і в подорожах, і в житті»⁶³³.

«Торгівля й промисловість, спілкування через листи й книги, спільність усієї вищої культури, швидка зміна дому та

⁶³³ Цвейг С. Вчорашній мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. — М.: Радуга, 1991. — С. 188.

місцевості, теперішнє кочове життя всіх неземлевласників» — все це вело до «знищення націй, принаймні європейських», і появи «європейської людини», незважаючи на те, що «цій меті свідомо або несвідомо... протидіє відокремлення націй» внаслідок розпалення «національної ворожнечі»⁶³⁴.

Тогочасні процеси глобалізації (зокрема фінансової), які справді багато в чому нагадували наступний період глобалізації наприкінці ХХ століття, прискорилися в 1875–1914 рр., в епоху золотого стандарту, який забезпечував фінансову стабільність цих десятиліть. Відкритість світу та його доступність були пов'язані з революцією в розвитку транспортної мережі та у передачі інформації, що дало можливість вільному переміщенню людей і капіталів.

Це була найбільш очевидна ознака початку періоду глобалізації, незважаючи на посилення державного протекціонізму в міжнародній торгівлі в 1880-х роках⁶³⁵. Для тих, хто жив у цей час, це була справді Belle Époque — «Прекрасна епоха» з періодом загального економічного підйому в 1890–1914 рр. і розквітом середнього класу, який користувався всіма споживчими благами цього підйому. Цю епоху Стефан Цвейг, озираючись у минуле з тривожного й тяжкого часу наприкінці 1930-х років, назвав «учорашнім світом» — світом ліберального космополітичного оптимізму, який залишався в минулому напередодні нової світової війни. Символами безтурботної «прекрасної епохи» стали кав'ярні на паризьких бульварах, Ейфелева вежа і знаменитий лайнер «Титанік».

Перед Першою світовою війною світ Belle Époque був одночасно і глобалізованим, і роз'єднаним. Коли Лондон став визнаною світовою столицею капіталу, заснована на золотому стандарті фінансова система здавалася міцною й непохитною. Хоча вже тоді у глобалізації та мобільності капіталів було чимало супротивників, що закликали до посилення протекціонізму в торгівлі.

Завдяки експорту європейського капіталу потоки інвестицій охопили своєю мережею всі континенти: капітали вкладали в плантації каучуку в Малайзії та бавовни в Єгипті,

⁶³⁴ Ницше Ф. Человеческое, слишком человеческое / Ф. Ницше // Соч. в 2 т. Т. 1. — М.: Мысль, 1990. — С. 447–448.

⁶³⁵ Перші протекціоністські тарифи на сільськогосподарську й промислову продукцію запровадили в 1879 р. у Німеччині, в 1892 р. — у Франції, і тільки Англія залишалася вірною принципам вільної торгівлі.

металургійні заводи в Російській імперії, вирощування пшениці в Канаді, розведення худоби в Аргентині, видобуток золота та алмазів у Південній Африці; у будівництво Панамського й Суецького каналів, морських портів в Індії, залізниці Берлін — Багдад і багато інших подібних проєктів на різних континентах. Світові потоки капіталу контролювали пов'язані між собою знамениті фінансові династії Barings, Brown Shipley, Hambros, Kleinworts, Lazards, Morgan Grenfell, Rotschids, Schroeders та інші.

Час наприкінці XIX — на початку XX ст. став періодом кульмінації глобалізаційних процесів, які почалися незабаром після наполеонівських війн. Посилення глобалізації проявлялося у міжнародній торгівлі, експорті капіталу, трудовій міграції, обміні інформацією, впливаючи і на світову, і на європейську економіку. У 1870 р. іноземні інвестиції становили 7 % світового ВВП, у 1900–1914 рр. — майже 20 %. Надалі їхній обсяг значно скоротився, і в 1930 р. становив 8 %, у 1945 р. — 5 %, у 1960 р. — 6 % і тільки в 1980 р. знову зріс до 25 % (у 1990 р. до 49 % і у 2000 р. до 92 %). У Великій Британії в 1913 р. в іноземних активах (переважно цінних паперах) перебувало 32 % ВВП. Протягом 40 років транскордонні британські інвестиції досягали 30 % заощаджень. Приблизно 4 % ВВП щорічно спрямовували на формування іноземних активів, що в порівнянні з іншими країнами було безпрецедентним явищем⁶³⁶. Особливе значення у формуванні системи торговельних маршрутів «першої глобалізації» мали порти Атлантичного океану, які зв'язали Велику Британію, Францію, Іспанію, Португалію та інші європейські країни із Середземномор'ям, Африкою, Північною й Південною Америками⁶³⁷.

Тоді дві третини британського капіталу інвестувалися в інших країнах, і на Лондонській біржі перед війною проводили операції з облігаціями 57 країн. Портфелі цінних паперів великих фінансових компаній вражали своєю географічною диверсифікованістю — зокрема, лондонська компанія N. M. Rothschild & Sons перед війною вкладала капітали в цінні папери багатьох країн світу. Це були урядові облігації Угор-

⁶³⁶ Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 — наши дни. — М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. — С. 22–23.

⁶³⁷ Atlantic Ports and the First Globalization, 1850–1930 / Ed. by M. S. Bosa. — N. Y.: Palgrave — Macmillan, 2014. — P. VII–VIII, 16.

щини, Німеччини, Єгипту, Іспанії, Італії, Норвегії, Туреччини, Чилі, Японії, а також одинадцяти залізничних компаній (з них чотири аргентинські, дві канадські, одна китайська).

Цінні папери всіх країн світу були доступні не тільки для великих компаній, але й для звичайних дрібних інвесторів, особливо в Лондоні, де видавалися навіть посібники для індивідуальних інвесторів із порадами, як вигідно вкладати заощадження в іноземні папери⁶³⁸. За словами Кейнса, звичайний житель Лондону міг без утруднень і ризику для себе вкласти капітали в різних частинах світу в нові підприємства або у видобуток природних ресурсів, одержуючи свою частину прибутку⁶³⁹.

Надійність цінних паперів колоній для британських інвесторів забезпечувалася законом «Про колоніальні позики» (Colonial Loans Act, 1899) і законом «Про колоніальні акції» (Colonial Stock Act, 1900), за якими облігації колоній мали ті самі гарантії, що й британські консолі — безстрокові державні облігації. Причина привабливості колоніальних паперів для британських інвесторів була не тільки в цьому: Британська імперія насаджувала у колоніях і країнах, від неї залежних, свою систему законів та інститутів, які сприяли захисту прав власності, а також вільній торгівлі. Тому примусити до сплати позичальника з колоній було простіше, ніж з незалежних країн Європи. Далека Родезія могла розмістити в Лондоні облігації, які за надійністю мало чим відрізнялися від британських. Тому не дивно, що інвестор з Лондону міг обрати облігації Нирепії, а не облігації Лондонсько-Північносхідної дороги (London and North-Eastern Railway), які не мали гарантій британського уряду.

Перед початком Першої світової війни в 1914 р. центром тяжіння у світовій фінансовій системі була економіка Британської імперії, хоча за такими показниками, як обсяг ВВП (чи ВВП на душу населення) вона наприкінці XIX ст. вже перестала бути лідером — її обігнала економіка США. У 1870 р. британський ВВП (у доларах 1985 р.) становив 82 млрд, ВВП

⁶³⁸ Lowenfeld H. Investment practically considered / H. Lowenfeld. — London: The Financial review of reviews, 1909; Lowenfeld H. The Investment of Trust Funds is the Safest and Most Productive / H. Lowenfeld. — London, 1911 (reprint — Nabu Press, 2012).

⁶³⁹ Keynes J.M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J.M. — Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. — P. 6.

США — 90 млрд; у 1913 р. — 184 млрд і 472 млрд доларів відповідно. За таким показником, як ВВП на душу населення, у 1870 р. Велика Британія (2610 доларів) ще трохи випереджала США (2247 доларів), але до 1913 р. вже помітно відстала (4024 долари проти 4854 доларів у США)⁶⁴⁰. Перестала вона бути лідером і за обсягом промислового виробництва — у 1880 р. її обігнали США, а в 1905 р. Німеччина.

На початку XX ст. британське лідерство зберігалось в міжнародній торгівлі та у сфері фінансів. Обсяг міжнародної торгівлі Великої Британії в 1913 р. сягав 13% загальносвітового, а її торговельний флот був найбільшим у світі. Чи не найбільша кількість взаємних розрахунків за торговельними операціями проходила через Лондон. Крім того, Велика Британія залишалася основним експортером капіталу (42% світового обсягу експорту капіталу), більшість якого надходила в країни Північної та Південної Америки. Британський фунт стерлінгів був основною міжнародною торговельною й резервною валютою, фундаментом системи золотого стандарту. Тоді всі розуміли, що лондонський Сіті — це справді фінансовий центр світу, де можна знайти найбільший вибір фінансових послуг з випуску облігацій іноземних позик та організації їхнього розміщення, кредити для фінансування міжнародних торговельних операцій чи будь-які інші кредити, широкий асортимент страхування для товарних і фінансових операцій, аудит та різні юридичні послуги.

Втім, незважаючи на таке очевидне домінування лондонського Сіті, не тільки британські фінансові інститути та банки були серед найбільших у світі. Французькі банки часто перевершували їх за розміром і кількістю філій у різних країнах світу, а також за обсягами розміщених іноземних позик (особливо позик Російської імперії). Франк вважався другою резервною валютою, а Банк Франції з його значними золотими запасами був однією з найважливіших опор тогочасної світової фінансової системи. Однак французькі банки набагато більше, ніж британські, відчували вплив держави, а іноземні інвестиції Франції (20% світового експорту капіталів) залежали від політики уряду. Тому хоча Париж як фінансовий центр

⁶⁴⁰ Maddison A. *Dynamic Forces in the Capitalist Development* / A. Maddison. — Oxford: Oxford University Press, 1991. — 6–7, 199.

тривалий час боровся за першість, на початку ХХ ст. довелося визнати, що він поступається Лондону.

На третьому місці за фінансовим впливом в епоху «першої глобалізації» була Німеччина (13% загальносвітового обсягу іноземних інвестицій). Великі універсальні банки (з якими зазвичай асоціювалася тоді Німеччина) проводили успішну політику розширення сфери свого впливу, відкривши численні відділення на різних континентах.

На четвертому місці була фінансова система США, найбільший власник іноземних цінних паперів (8% загальносвітового обсягу) на початку ХХ ст. Однак, хоча Нью-Йорк вже став великим фінансовим центром, перед Першою світовою війною він все ще вважався реципієнтом європейського капіталу, а не експортером.

Ще одним великим реципієнтом капіталу була Російська імперія, де Петербург став значним фінансовим центром (три впливові петербурзькі банки — Російсько-Азіатський, Міжнародний комерційний і Торгово-промисловий — входили в 30 основних банків світу). Російську імперію за темпами економічного зростання на початку ХХ ст. часто порівнювали зі США, хоча це порівняння було доречне лише щодо темпів економічного зростання. В іншому ці країни були мало схожі. Російська імперія набагато більше залежала від іноземного капіталу, особливо від французького, а надмірна роль держави в керуванні економікою постійно відхиляла еволюцію цієї великої фінансової системи убік від ринкових принципів.

Інші країни мали менший економічний і фінансовий потенціал, хоча в епоху експорту капіталу сформувалися нові фінансові центри в Азії, що динамічно розвивалися, — Гонконг, Шанхай, Йокогама, Бомбей і Калькутта. Підйом цих центрів був пов'язаний з діяльністю могутніх торговельних компаній, переважно британських, та зі створенням нових банків; деякі з них (особливо Шанхайський) проводили самостійну регіональну політику.

Глобалізація впливала тоді навіть на далекий Китай, до якого на початку ХХ ст. була прикута загальна увага в Європі. Політична нестабільність у величезній країні, населення якої тоді становило 300–400 млн осіб., зробила реальними перспективи посилення європейського впливу в «Піднебесній Ім-

перії», яка переживала період загального занепаду⁶⁴¹. За допомогою європейських банків наприкінці XIX ст. Китаєм було випущено десять зовнішніх облігаційних позик на загальну суму 1496 млн франків⁶⁴². Продовжився випуск зовнішніх позик і на початку XX століття⁶⁴³.

За тривалу історію фінансової системи Китаю там сформувалася, як і в Японії, розгалужена система самобутніх фінансових організацій. «Місцеві банки, що досягли помітного розвитку», являють собою добре організовану систему, «набагато досконалішу, ніж можна було б подумати, не знаючи їхнього значення та організації. Вони мають повну свободу». Серед операцій китайських банків були «вексельні угоди, позики під нерухоме майно й товари, а також короткотермінові позики... багато з цих банків є клієнтами західноєвропейських банків»⁶⁴⁴. Наприкінці XIX століття в Китаї почалося створення залізничної мережі. З 1895 по 1900 р. іноземним інвесторам видали концесії на будівництво 10 тис. кіломе-

⁶⁴¹ З одного боку, розширити вплив у Китаї хотіла Франція, оскільки її колонії були в сусідніх регіонах Індокитаю. З іншого боку, Китай цікавив Російську імперію, яка мала з Китаєм спільний кордон. Європа надавала Китаю капітали, купуючи облігації, забезпечені митними або залізничними доходами.

⁶⁴² Першу китайську зовнішню позикку випустили в 1887 р. під 5,5% річних у Німеччині; другу під 7% у 1894 р. на 41 млн франків (розміщенням облігацій займалася англійська фінансова компанія Hongkong and Shanghai Banking Corporation). Третя 6% позика на 75 млн франків була розміщена в 1895 р. компанією Jardine, Matheson & Co; четверта 6% на 50 млн — компанією Arnold, Carberg & Co; п'яту 6% на 3 млн фунтів розміщала Hongkong and Shanghai Banking Corporation; шосту 4%, випущену також в 1895 р. на 400 млн франків, гарантувала Росія, а розміщали її у Франції. У наступному 1896 році випустили ще дві так само великі позики під 5 і 4,5%, їх розміщувала група англо-німецьких банків (Китай // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 30. — С. 140).

⁶⁴³ За повідомленнями фінансової преси, в 1913 р. «вдалося зрештою створити синдикат для реалізації» чергової позики, «дуже потрібної Китаю. Підписка на позикку вже оголошена в Англії, Франції, Німеччині, Росії та Японії, незважаючи на протидію китайського парламенту, який оголосив позикку недійсною... Позика випускається не на 60 млн фунтів, як спершу передбачалося, а тільки на 24 млн фунтів, умови позики надзвичайно важкі, з 5% та випускним курсом 89,5 за 100 Китай одержить не більше 80%, тому в його розпорядженні буде лише близько 185 млн руб.», але навіть із цієї суми за умовами позики «більша частина залишиться в Європі для виплат за колишніми китайськими позиками» (Мигулин П. П. Китайский заём // П. П. Мигулин // Новый экономист. — 1913. — № 19. — С. 3–5).

⁶⁴⁴ Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 1–3 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. — № 18. — С. 257.

трів залізниць, зокрема в Росії на будівництво Китайсько-Східної залізниці в Маньчжурії, а франко-бельгійському та англо-американському синдикату — на будівництво Великої китайської центральної дороги між Пекіном і Кантоном⁶⁴⁵. На початку XX ст. західні інвестори щедро постачали фінансовими ресурсами Китай⁶⁴⁶ — особливо Франція, яка робила це у своїх політичних інтересах⁶⁴⁷.

⁶⁴⁵ «Дуже ймовірно, що залізниці дадуть прекрасні результати» у Китаї, де «населення численне та охоче переміщується; прикладом тому можуть служити інші азійські держави, наприклад Японія», де залізниці «дають до 10 % доходу. «Будівництво залізниць буде мати для Китаю те саме значення, яке воно мало для Америки, і стане поштовхом і зняттям економічної революції» (Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 4–5 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. — № 19. — С. 303–305).

⁶⁴⁶ «Залякування надмірно низькою вартістю робочих рук у Китаї не заслуговує на увагу». Не про «жовту небезпеку» слід говорити, а про «жовтий ринок»; адже у Китаї «ми знайдемо величезну територію для експлуатації, величезну кількість нових покупців для нашої торгівлі й промисловості». А оскільки «міцним може бути лише мирне завоювання», то Франція здійснить його в Китаї «заснуванням фінансових і промислових підприємств, банкірських і торгових домів». Завдяки цьому можна буде забезпечити в Китаї «таку стабільність у фінансовому сенсі, за якої капіталісти зможуть спокійно довірити свої заощадження», і тоді буде досягнута мета — «поширення французьких капіталів» (Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 4–5 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. — № 19. — С. 305). «Росія вже відчула наслідки цієї політики, коли постачала ресурси Японії за допомогою своєї спільниці Франції після японсько-китайської війни 1894 року. Якби Японія не одержала тоді реалізованої за допомогою Росії китайської контрибуції в розмірі 850 млн франків, то безсумнівно бідна власними капіталами Японія, яка ще не користувалася жодним кредитом, не могла б придбати за кордоном того флоту, який розгромив у 1904–1905 рр. російський флот у водах Далекого Сходу». Але «Китай — величина зовсім інших розмірів і іншого роду, ніж Японія. Китай загрожує справжньою небезпекою... для всіх тих держав, які тепер так опікуються про відродження Китаю». «Росія завжди жила у мирі з Китаєм, але зіткнення з Росією буде неминучим, якщо Китай почне рухатися на північ та загрозувати безпеці нашого азіатського кордону». Тому «Росії потрібно рекомендувати найбільшу обережність щодо Китаю», оскільки «китайської дружби нам однаково не отримати». Тому участь Росії в черговій китайській позиції 1913 року «викликає роздуми». Хоча економічно відродитися «за ці гроші Китай, звичайно, буде не в змозі, але купити для себе зброю і трохи впорядкувати свою армію можна за допомогою порівняно невеликих сум» (Мигулин П. П. Китайский заём // П. П. Мигулин // Новый экономист. — 1913. — № 19. — С. 3–5).

⁶⁴⁷ За повідомленнями преси в березні 1913 року, «у найближчому майбутньому має відбутися в Парижі випуск акцій Banque Industrielle de Chine. Акціонерний капітал заснованого банку становив 45 млн франків, він був розділений на 90 тис. акцій по 500 франків. Статут банку, затверджений китайським урядом, передбачав 5 % прибутків використовувати для створення

Вплив глобалізації відчувався тоді в багатьох країнах, раніше закритих та ізольованих. Французьких інвесторів було багато в Туреччині, де вони почали будувати залізниці; у ті роки в центрі Стамбулу побудували чимало будинків у паризькому стилі, що нагадують і сьогодні про французький вплив. До невпізнанності змінилися Буенос-Айрес і Монтевідео. Особливо помітним став вплив глобалізації в Каїрі.

Мандрівникам початку ХХ століття (як і мандрівникам початку ХХІ ст.) було легко відчутися, що весь світ пронизаний змінами. Відстані стрімко зменшувалися, далекі країни ставали набагато доступнішими, ніж можна було подумати, — досить було купити квиток на пароплав у Лондоні або Марселі та мати терпінням для тривалого плавання в Індокитай, Південну Америку або Африку. Вплив глобалізації відчули навіть країни, де плин часу, здавалося, давно зупинився — зокрема Єгипет. Тоді він чимось нагадував сучасний Китай, наочно доводячи, що швидке економічне зростання можливе не тільки в країнах Європи.

Серед тих європейців, які подорожували світом, Єгипет з кінця ХІХ століття став модним місцем (як раніше Мадейра). Не кажучи вже про особливий настрій цієї пустельної країни з руїнами давно зниклої й не дуже зрозумілої європейцям цивілізації, у часи *Belle Époque* Єгипет став доступним. Країна, тривалий час ізольована від Заходу, після єгипетського походу Наполеона відкрилася для європейців. А коли вона остаточно вийшла з-під впливу Османської імперії та перетворилася на британський протекторат, почався її швидкий економічний розвиток. Так Єгипет ненадовго перетворився на найкосмополітичнішу країну світу. Багатьох мандрівників тоді приваблювала особлива «колоніальна атмосфера» Каїру, і в цьому місті можна було зустріти безліч підприємців та авантюристів із різних країн, які хотіли розбагатіти на єгипетському бумі. Вони інвестували капітали в бавовну, залізниці, банки, цукор і навіть у туризм (британська туристична компанія «Томас Кук» почала тоді рейси круїзних пароплавів

резервного капіталу, 6 % на виплату дивідендів. «Китайський уряд підписався на третину основного капіталу й зберігає за собою права на третину акцій наступних випусків». Сфера діяльності банку була досить великою й містила в собі «усі банкові й фінансові операції у всіх країнах, головним чином — здійснення різного роду угод з китайським урядом», а також «грошові операції уряду... банківські операції, фінансування підприємств» (Китайський промисловий банк // Новый экономист. — 1913. — № 11 — С. 9–10).

Нілом). Саме у той час центр Каїру набув європейського вигляду з банками, готелями, дорогими магазинами, телефонними й телеграфними компаніями; архітектура нових будинків і широкі бульвари чимось нагадували Париж. Однак Єгипет жив у ті роки, витрачаючи позики на розкіш (криза 1907 р. ще раз нагадала про це), хоча нікому не хотілося відмовлятися від такого шляху. Однією з головних економічних причин швидкого розвитку Єгипту був дефіцит бавовни, який виник під час громадянської війни в США (раніше бавовна імпортувалася з південних штатів через Новий Орлеан). На бавовну зберігався великий попит, тому Єгипет швидко перетворили на величезну бавовняну плантацію. А будівництво Суецького каналу, який сильно скоротив торговельний маршрут в Індію та інші країни того регіону, привернуло до країни загальну увагу інвесторів. Можливо, Єгипет навіть став би другою Японією, але правитель Ісмаїл-паша надто прагнув до особистого збагачення. Він набрав таку кількість зовнішніх позик, що дефолт був неминучим. Ісмаїлу-паші довелося продати іноземцям свої 44 % акцій Суецького каналу, і щоб відновити платоспроможність Єгипту за зовнішніми позиками з 1883 р. країна перейшла під контроль британців. Хоча формально країною правив той самий Ісмаїл-паша, на практиці за його спиною стояв Евелін Беринг, один із найбільших англійських фінансистів. Беринг добре знав свою справу, і на початку XX ст. обсяг інвестицій, вкладених у Єгипет (порівняно невелику країну, більша частина якої взагалі вкрита пустелями), перевищив капітали, вкладені в британську Індію. Тільки за три роки номінальна вартість єгипетських акцій зросла вп'ятеро; було створено понад 150 нових компаній із загальним капіталом 43 млн фунтів. Попит на ці папери знову став ажіотажним.

Ані «криза Берингів» 1890 р., ані «американська криза» 1907 р., чи навіть передвоєнна криза 1914 р. суттєво не вплинули на загальний стан світової фінансової системи. Змінився він тільки за роки Першої світової війни, коли швидко зросло значення США. З боржника, який мав боргові зобов'язання 3 млрд доларів у 1913 р., до кінця війни США перетворилися на кредитора. У 1919 р. інші країни були винні Штатам 4,5 млрд доларів. Так виникла нова конфігурація сил на світових фінансових ринках, і вона визначила всю фінансову політику 1920-х років.

Загалом, на початку XX ст. справді був період першої реальної успішної глобалізації, заснованої на золотому стан-

дарті. У 1870–1913 рр. експорт із основних розвинених країн зростав у середньому на 6 % за рік, безпрецедентні масштаби мала трудова міграція: в 1881–1915 рр. з Європи переважно в США виїхало 32 млн осіб, сукупні іноземні інвестиції досягли до 1914 р. величезної на той час суми — 9,5 млрд фунтів⁶⁴⁸.

Якщо порівняти цю суму, яка становила за курсами 1913 р. 46,33 млрд доларів (1 трлн доларів за курсами 2008 р.)⁶⁴⁹, з обсягом сукупних іноземних інвестицій у 2008 р. (1,7 трлн доларів за офіційним даними UNCTAD)⁶⁵⁰, можна оцінити весь масштаб інвестиційних потоків капіталу в епоху «першої глобалізації», який був порівняний з епохою «другої глобалізації».

Уся історія світової фінансової системи наприкінці XIX — початку XX ст. визначалася загальною тенденцією поширення глобалізації. Так сформувалася достатньо інтегрована світова економіка, об'єднана потоками капіталів, товарів і мігруючої робочої сили. Тоді глобалізація та інтеграція ринків капіталу, товарів і праці в різних країнах були не меншими, ніж наприкінці XX ст. Вільних капіталів для інвестування в різних країнах було достатньо. Трудова міграція на початку XX ст. була навіть інтенсивнішою, ніж через сто років, на початку XXI ст. У 1910 р. 14 % громадян США народилися за межами своєї країни, у 2003 р. — 12 %⁶⁵¹. На початку XX ст. мільйони мешканців Європи переселилися в інші країни — частина з особистих причин, але більшість з економічних. Експорт трудових ресурсів почався разом з експортом капіталу й перенесенням виробництва в колонії — насамперед з Великої Британії в Індію⁶⁵².

⁶⁴⁸ Capie F. Disintegration of the International Economy Between the Wars / F. Capie // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 140.

⁶⁴⁹ US Inflation Calculator. — <http://www.usinflationcalculator.com>

⁶⁵⁰ Мировой объём иностранных инвестиций в 2009 р. упал на 39 % — до 1 трлн долл. — <http://www.news.finance.ua>

⁶⁵¹ Chiswick B. International Migration and the Integration of Labor Markets / B. Chiswick, T. Hatton // *Globalization in Historical Perspective* [Ed. M. Bordo]. — Chicago: University of Chicago Press, 2007. — P. 65–120.

⁶⁵² Процеси міграції були перервані початком війни, а також ухваленням у 1920-ті роки суворішого імміграційного законодавства в США. З 1901–1915 рр. з Європи в США, Канаду та інші країни Америки щорічно їхало 1,3 млн осіб, у 1916–1920 рр. — 0,4 млн, у 1920-ті роки — 0,6 млн щорічно (загалом у двадцять роки виїхало 6–7 млн). У 1930-ті роки, під час депресії, міграція з Європи скоротилася до 130–140 тис. за рік (Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. — М.: Владос, 1999. — С. 49).

Наскільки стабільною була ліберальна світова економіка початку XX століття? І чи могла глобалізація тривати, якби Перша світова війна не перервала цей процес? Або в ній самій існували такі сили, які неодмінно порушили б світову економічну інтеграцію незалежно від війни? Адже сама по собі глобалізація породила сильний опір консерваторів «світу без кордонів», тому що у такому світі розмивалася влада національних держав. Це створило цілу хвилю економічного націоналізму, протести проти трудової міграції та заклики до посилення протекціонізму в торгівлі⁶⁵³.

Можливо, саме опір процесам глобалізації підштовхнув країни до Першої світової війни, яка стала реакцією на ослаблення впливу урядів національних держав. Адже невідповідно кордони почали закривати, а імпорتنі тарифи підвищувати ще задовго до 1914 р., з самого початку XX ст. Надто багато було супротивників глобалізації, зокрема європейських землевласників і виробників сільськогосподарської продукції, яким був не потрібний її імпорту із Канади, Аргентини чи інших країн, незважаючи на загальну економічну вигоду.

У 1914 році, напередодні війни, багато хто взагалі відмовлявся вірити в саму можливість такого конфлікту між європейськими державами. Фінансові ринки почували себе непогано, більшість інвесторів не допускала навіть думки про війну. Для всіх було очевидно, що війна — це економічне самогубство. Коли війна вже почалася, вона здавалася всім кошмаром, який поширився на багато країн, і ніхто не міг зрозуміти, як взагалі могла статися така катастрофа. Охопивши на декілька років значну частину світу, війна знищила багато чого зі створеного за попередні десятиліття загального підйому й розквіту глобалізації. Загибло 8,5 млн і 8 млн було скалічено. В основному це були молоді люди — покоління, що виросло в епоху процвітання й відкритості світу. Для них війна стала найбільш драматичною подією.

⁶⁵³ Негативна реакція на глобалізацію стала помітною ще з 1870-х років. Якщо в середині XIX століття всі загалом позитивно ставилися до ідеї вільної торгівлі та зниження торговельних витрат, то потім стало приходити розуміння, що вільна торгівля часто стає не вигідною для багатьох місцевих виробників, які не витримують конкуренцію з імпортованими товарами. У Німеччині в 1879 р. Бісмарк запровадив протекціоністські тарифи на продукцію сільського господарства та промисловості; такі тарифи були підвищені у Франції в 1880 і 1892 рр., у Швеції в 1888 і 1892 рр.; в Італії в 1878 і 1887 рр. Посилилася протекціоністська політика в інших країнах, зокрема в Австро-Угорщині та Іспанії.

І хоча знаменитий на той час американський економіст Ірвінг Фішер із властивим йому оптимізмом стверджував у 1918 р., що «людство спробує врятувати й зберегти все, що вціліло в катастрофі»⁶⁵⁴, найважливіше — довоєнну траєкторію економічного й фінансового розвитку світу — зберегти так і не вдалося. Виявилося, що Перша світова війна не тільки повернула назад процеси глобалізації, але й надовго зупинила економічний розвиток багатьох країн, розірвавши торговельні, фінансові та інші зв'язки, що налагоджувалися десятиліттями. Війна здавалася всім жахливим кошмаром, і ніхто не міг зрозуміти, як ця катастрофа взагалі трапилася.

Після закінчення війни переможці та переможені виявилися паралізованими колосальними військовими боргами, а жителі столиць Європи — Лондону, Парижу, Берліну і Відня (не кажучи вже про Петербург, який поринув у кровопролиття революції та громадянської війни) — усвідомили, що їхні країни та й вони самі стали набагато біднішими, ніж до війни. Разом із закінченням «Прекрасної епохи», світу без кордонів і «загальної єдності», економічні досягнення тих років стали здаватися неймовірно далекими від реальності величезних збитків, заподіяних війною й покалічених людських доль. Крім того, що довоєнні торговельні шляхи (не кажучи вже про потоки капіталу) були безповоротно порушені, з кожним днем виникали нові й нові бар'єри для експорту та імпорту. Гроші знецінювалися, і торгівля частіше зводилася до бартерних операцій. Економічний механізм Європи відмовлявся працювати.

Війна перервала процеси глобалізації, інтеграції фінансових ринків і формування загальносвітового ринку цінних паперів. «Яким чудовим був період економічного прогресу людства нашого часу — період, що закінчився в серпні 1914 року!» — писав Дж. Кейнс, один із тих, хто усвідомлював реальне значення того, що відбувається⁶⁵⁵. За словами У. Черчилля, «ми зовсім не відчували лиха, чи може навпаки, ретельно приховували від безтурботної нації таємне знання та пророчі передбачення... Уряди і парламенти не вірили в наближення великої війни й твердо мали намір запобігти подібному розвитку подій, але похмурі припущення постійно були в дум-

⁶⁵⁴ Fisher I. The Need for Health Insurance / I. Fisher // American Labour Legislation Review. — 1917. — № 7. — P. 10.

⁶⁵⁵ Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. — Los Angeles, Indo-European Publishing, 2010. — P. 6.

ках міністрів, і часом нагадували про себе тривожними подіями». Було зрозуміло, що «зростання градусу світового протистояння призведе до пертурбацій на фінансових біржах»⁶⁵⁶.

У 1914 р. з початком Першої світової війни (у якій взяли участь 30 держав і загинуло майже 10 млн осіб) глобальна економіка була зруйнована. А залишки глобалізації повністю зникли в час Другої світової війни, у якій взяло участь 60 держав і загинуло 45 млн осіб. Обидві ці війни були частиною одного процесу, пов'язаного з боротьбою основних європейських країн за сфери впливу у світі. Глобалізація робила країни більш відкритими, підвищуючи їхню взаємозалежність (зокрема від постачання сировини й товарів). У цьому сенсі Перша світова війна справді стала реакцією на глобалізацію початку ХХ ст.

Стали очевидними обмежені можливості глобалізації, та почався тривалий болючий процес дезінтеграції світової економіки⁶⁵⁷. Посилення економічного націоналізму, збільшення обмежень з боку торговельних тарифів на тлі економічної депресії 1930-х років — все це призвело до того, що перед Другою світовою війною від глобальної економіки мало що залишилося. Однак саму ідею такої інтегрованої економічної си-

⁶⁵⁶ Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914) / У. Черчилль. — <http://www.on-island.net>

⁶⁵⁷ Хоча, за словами Дж. Хікса, «не хотілося б підписуватися під припущенням про неможливість розв'язати глобальні проблеми протягом короткого часу», необхідно визнати, що «прихильність до свого народу, до середовища проживання надто близька серцю кожної людини, щоб прагнути до розчинення всіх країн у єдиному глобальному світі». Нації є соціальними одиницями, «що мають високу цінність, тому кинути їх у загальний плавильний казан означало б велику втрату. Краще такий розвиток... який передбачає збереження національної та соціальної ідентичності». Але навіть і таке завдання, економічно більш складне, не є нереальним. Були часи, коли рух до цієї мети здавався «цілком сформованою та домінуючою тенденцією». Це було в епоху вільної торгівлі та «першої глобалізації» кінця ХІХ — початку ХХ ст. «Якби цей рух тривав безупинно, ми могли б очікувати поступового збільшення числа розвинених країн і неухильного зменшення числа країн, що відстали у своєму розвитку або взагалі опинилися поза його межами». Насправді ж процеси глобалізації почали послаблювати позиції розвинених країн. І якщо Велика Британія спершу була «майстернею всього світу», то після підйому США й Німеччини вона стала лише однією з індустріальних країн, подібною до інших. А разом з тим, як на світових ринках товарів і капіталу більшого значення набували Японія та Російська імперія, починали слабшати німецькі й американські позиції. Тому «у світі, розділеному на національні держави, економічне зростання та включення всього людства в рамки розвиненого світу не могли обійтися без політичних наслідків» (Хікс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. — М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. — С. 203–205).

стеми не забули, вона залишалася привабливою для багатьох. Незадовго до закінчення Другої світової війни на Бреттон-Вудській конференції 1944 р. були закладені основи нової світової фінансової системи й почався новий цикл глобалізації.

У цьому сенсі загальна траєкторія фінансової історії ХХ ст. нагадує латинську букву U — відступ глобалізації після Першої світової війни, досягнення максимальної дезінтеграції наприкінці 1930-х років і початок тривалого процесу відновлення єдності глобального фінансового ринку⁶⁵⁸. До речі, черговий відступ глобалізації після кризи 2007–2009 рр. багато в чому нагадує події після Першої світової війни.

Фінансовий капіталізм

Наприкінці ХІХ — початку ХХ століття численні інновації радикально змінили не тільки світ індустріальних технологій, але й світ технологій фінансових. Технічні новинки (електротехніка, радіо, телефон, фотографія, перші кінофільми, поява автомобілів і літаків) вплинули на повсякденне життя багатьох людей. Щодо цього епоха заснованої на електриці та бензині другої промислової революції нагадує останнє десятиліття ХХ століття, коли інформаційні технології не тільки стали доступними всім, але й поширилися на фінансових ринках. Хоча самі по собі технології в епохи «першої» і «другої» глобалізації

⁶⁵⁸ Наприкінці ХІХ ст. світові фінансові ринки обходилися без міжнародних фінансових інститутів, порівнянних з тими, які створили після Другої світової війни. Регулювання ринків капіталу здійснювалося за допомогою самої системи золотого стандарту й політики центральних банків. У міжвоєнні 1920–1930-ті роки почалися спроби створення таких інститутів (однієї з найвідоміших став Банк міжнародних розрахунків — Bank of International Settlement, BIS, який продовжує працювати зараз), але колапс світової фінансової системи під час Великої депресії 1930-х років звів нанівець всі ці спроби. Однією з найбільших проблем міжвоєнного періоду, коли відбувався відступ глобалізації, стало скорочення обсягів світової торгівлі. Якщо у ХІХ — на початку ХХ ст. основним захисником ідей вільної торгівлі була Велика Британія, то в 1930-ті роки послаблення британського впливу стало вже очевидним для всіх. А США, під впливом біржового краху 1929 р. і зростання проблем в американській економіці, стали першим і основним ініціатором обмеження вільної торгівлі, ухваливши закон Смута-Хоулі. Мало відбутися багато подій — не стільки економічних, скільки політичних, поки США зміцнили після закінчення Другої світової війни і змінили свою позицію. Тоді вони взяли на себе роль Великої Британії та стали основним пропагандистом вільної торгівлі.

сильно відрізнялися (це стосувалося не тільки персональних комп'ютерів і поширення Інтернету, але й методів фінансових операцій), подібність можна бачити в загальних інноваційних тенденціях. Якщо в 1890-ті роки сучасники могли бачити поширення фінансового капіталізму, то в 1990-ті — появу глобального фінансового ринку, який працює в режимі реально-го часу. Це стало відродженням фінансового капіталізму на новому етапі.

Серед фінансових інновацій часів «першої глобалізації» можна відзначити поширення у світі золотого стандарту, створення розгалуженої системи акціонерних комерційних банків у Великій Британії, США й Німеччині; поява на ринку цінних паперів великої кількості акцій нових великих корпорацій; зародження ринку перших деривативів; а також поширення фінансових холдингів і особливо небанківських фінансових посередників (в основному — інвестиційних трастових компаній). Все це, разом зі зростанням популярності ідеї «фіктивного» фінансового капіталу, заклало основу для розквіту фінансового капіталізму.

З кінця XIX століття (так само як і наприкінці XX ст.) центром технологічних і фінансових інновацій стали США. Це було пов'язане з комбінацією різних обставин, зокрема з особливостями децентралізованої фінансової системи США з її добре розвиненими ринками капіталу та розгалуженою системою фінансових посередників. Основними з таких посередників на початку XX ст. стали інвестиційні трастові компанії, які мали приблизно таке саме значення, як взаємні фонди кінця XX ст. для акумуляції заощаджень дрібних інвесторів і подальшого керування цими капіталами з метою одержання максимального прибутку.

Наявність розгалуженої системи фінансових посередників забезпечувала ліквідність та глибину фінансового ринку, що було важливо для фінансування технологічних інновацій. Серед них поширення наприкінці XIX ст. електротехніки та пов'язаних з нею побутових приладів так само сильно змінило повсякденне життя, як інформаційні технології у наш час.

Створення розгалуженої мережі небанківських фінансових посередників наприкінці XIX ст. було інновацією, яка поширилася у Великій Британії, США та Німеччині (у Франції — набагато менше). Важливими передумовами для цього стали безпрецедентні за масштабом емісії цінних паперів та загальні дефляційні тенденції 1890-х років.

Загальна динаміка світового ринку цінних паперів наприкінці XIX — початку XX ст. показана в Таблиці 1.

Таблиця 1

**Відношення капіталізації ринку цінних паперів
до сукупних активів країн, 1912–1914 рр.⁶⁵⁹**

Країна	Державні облігації (%)	Корпоративні облігації (%)	Акції (%)	Внутрішні цінні папери (%)	Іноземні цінні папери (%)	Загалом (%)
Англія	5,3	4,3	14,0	23,6	17,8	41,4
США	1,9	4,8	12,5	19,2	- 0,7	18,5
Німеччина	4,2	0,6	3,2	8,0	3,1	11,1
Франція	7,8	5,5	5,1	18,4	7,6	26,0
Бельгія	6,9	2,2	8,3	17,4	—	25,1
Данія	3,3	0,3	8,8	12,4	- 3,3	9,1
Швейцарія	4,5	1,1	7,5	13,1	8,5	21,6
Японія	3,4	0,2	4,7	8,3	- 2,5	5,8
Росія	2,2	0,2	2,1	4,5	- 2,5	2,0

⁶⁵⁹ За обсягом ринку корпоративних акцій (у % від загального обсягу національних активів) у 1850–1860 рр. на першому місці була Бельгія (6,5%), на другому — США (5,5%), потім Велика Британія (3,0%), Франція (1,0%), Німеччина (0,5%) та інші країни. У 1875–1885 рр. на першому місці залишалися США (9,2%), потім Бельгія (6,5%), Велика Британія (4,0%), Франція (2,7%), Німеччина (2,7%). У 1912–1914 рр. на перше місце вийшла Велика Британія (14,0%), на другому були США (12,5%), на третьому Бельгія (8,3%), потім Франція (5,1%), Японія (4,7%) і Німеччина (3,2%). Надалі, в 1927–1930 рр., на першому місці були США (19,4%), на другому — Велика Британія (15,7%), потім Бельгія (7,9%), Японія (6,8%), Німеччина (3,0%), Франція (2,7%) (За даними: Goldsmith R. W. Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688–1978 / R. W. Goldsmith. — Chicago: University Of Chicago Press, 1985. — Р. 198, 204, 213, 221, 227, 253, 273, 286, 291). Відношення обсягу ринку акцій до національних активів свідчить тільки про розвиненість ринку акцій, а не про загальний економічний потенціал країни.

У 1912 р. 100 найбільших за капіталізацією компаній — емітентів акцій — розподілялися за секторами економіки так: засоби зв'язку — 64 %; виробництво й торгівля — 19 %; видобуток корисних копалин (зокрема нафти) — 10 %, фінансові послуги — 7 %. Загальна капіталізація цих компаній становила у 1912 р. 280 млрд доларів. Територіально у 1912 р. 51 % цих компаній перебували в США, 29 % у Великій Британії, 10 % у Франції, 4 % у Канаді, 3 % у Німеччині⁶⁶⁰.

Середня прибутковість на світовому ринку акцій у 1900–1909 рр. становила 5,4 % (на ринку облігацій у середньому 3 %), і це непоганий показник. Найменша прибутковість була у 1910–1919 рр. — через Першу світову війну цінні папери стали збитковими, акції в середньому на 3,7 %, облігації на 7,9 %⁶⁶¹. Британський індекс цін на акції (умовні 100 % — червень 1890 р., максимальний підйом перед кризою 1890 р.) становив 126,6 % перед кризою 1873 р., 87,1 % у 1879 р., 87,0 % у 1885 р., 96,7 % у 1892 р., 111,6 % у 1895 р., 150,0 % у 1900 р., 136,3 % у 1905 р., 138,1 % у 1910 р., 142,5 % у 1913 р.⁶⁶²

⁶⁶⁰ Для порівняння відзначимо, що в 2010 р. на перше місце вийшли компанії, що видобували корисні копалини (зокрема нафту й газ) — 25 %, на другому місці були фінансові послуги — 24,6 %, на третьому виробництво й торгівля — 18,3 %; на четвертому засоби зв'язку — 9,9 %. Решту становили фармацевтичні, комп'ютерні та інші компанії. Загальна капіталізація становила 11843,5 млрд в 2010 р. В цьому році 42 % найбільших 100 компаній перебували в США, 12,9 % — у Китаї, 10,3 % — у Великій Британії, 5,4 % у Франції, 1,8 % у Німеччині, 1,2 % у Канаді (Michie R. *The Stock Market and the Corporate Economy: a Historical Overview* / R. Michie // *Handbook of Research on Stock Market Globalization* / Ed. by G. Potrais. — Cheltenham (UK): Edward Elgar, 2012. — P. 31–32).

⁶⁶¹ Середня прибутковість акцій під час загального підйому 1990–2000 рр. становила 5,4 %, облігацій 5,8 %. В історії ринку акцій були періоди набагато більшої прибутковості: 13,0 % в 1920–1929 рр. (прибутковість на ринку облігацій була тоді в середньому 5,5 %), 17,1 % в 1950–1959 рр. (облігації були тоді збиткові, –0,4 %), 13,5 % в 1980–1989 рр. (прибутковість облігацій була 6,6 %). У роки Великої депресії (1930–1939 рр.) прибутковість акцій була досить низкою, 1,7 %, облігацій 5,3 %. В 1940–1949 рр., час Другої світової війни та у післявоєнні роки, прибутковість акцій була 1,0 %, облігації були збиткові на –4,8 % (Dimson E. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* / E. Dimson, P. Marsh, M. Stanton. — Princeton, MA: Princeton University Press, 2002. — P. 313).

⁶⁶² Mitchell B. R. *British Historical Statistics* / B. R. Mitchell. — Cambridge: Cambridge University, 1988. — P. 688.

Незважаючи на те, що наприкінці XIX ст. основна увага учасників ринку цінних паперів була прикута до акцій, сукупний обсяг державних облігацій усіх країн все ще був досить великим і досягав 150–175 млрд франків (28,5–33,4 млрд доларів за курсами 1913 р.). Це було пов'язано в основному з військовими витратами, які періодично виникали в більшості основних країн Європи. Уряди фінансували військові витрати переважно за допомогою облігацій державних позик. Державні цінні папери ані наприкінці XIX ст., ані на початку XX століття так і не вийшли за рамки досить обмеженого фінансового інструменту, який забезпечував уряд додатковими ресурсами. Ніякої іншої ролі в регулюванні кредитно-фінансових процесів державні облігації тоді не виконували.

Дефляція, пов'язана із самою сутністю золотого стандарту⁶⁶³, чинила тиск на ринки капіталів весь час, але особливо сильною вона стала у 1890-ті роки. Дефляційний тиск трохи послабшав після 1897 р., коли знайшли нові запаси золота в Південній Африці й воно почало надходити на ринки дорогоцінних металів. Дефляційні тенденції разом із бумом технологічних і фінансових інновацій створили нові можливості для інвесторів і для фінансових посередників. А у фінансовій системі з'явилися нові можливості для фінансування інновацій — або через ринок цінних паперів, як у США, або через створення фінансово-промислових груп і конгломератів, як це було в Німеччині (де більшість інноваційних проектів фінансували великі банки).

У Німеччині (якщо розглядати фінансування технологічних інновацій у масштабі всієї країни, а не тільки окремих підприємств) фінансова система була загалом орієнтована на пріоритетність військово-промислового комплексу. Втім, навіть така орієнтація не перешкоджала тому, що Німеччина в першій половині XX століття стала одним із технологічних лідерів.

Тиск дефляційних тенденцій на ринки капіталу став причиною декількох фінансових криз 1890-х років. Біржі та учасники ринків цінних паперів по-різному реагували на ці кризи залежно від відмінностей у фінансових системах. Найбільш гнучкими у 1890-ті виявилися біржі в Лондоні та Нью-Йорку.

⁶⁶³ Часом класичного золотого стандарту вважаються 1873–1897 роки.

Вони були відкриті фінансовим інноваціям, забезпечуючи довготермінове зростання фінансових ринків своїх країн.

Вплив дефляційних тенденцій на британський ринок цінних паперів інвестори відчули опосередковано, через труднощі, що виникали в країнах Північної й Південної Америки, а також в Австралії. Цінні папери США, Канади, Аргентини та Австралії займали помітне місце в портфелях британських інвесторів, які прагнули диверсифікувати асортимент своїх паперів. У США дефляційні тенденції кінця XIX ст. підвищували реальну ціну залізничних облігацій. З одного боку, це збільшувало багатство власників цих облігацій, з іншого — знижувало прибутковість паперів для нових інвесторів⁶⁶⁴.

Хоча підвищена децентралізація фінансової системи в США загальновідома, не варто її переоцінювати⁶⁶⁵ — у 1890-ті роки, коли посилювався тиск дефляції на фінансову систему та на ринок цінних паперів, саме біржа NYSE стала джерелом інноваційних ініціатив, пов'язаних із методами продажів акцій (поява на ринку нових видів акцій, брокерські кредити тощо). Можливо, основним мотивом цих інноваційних ініціатив було звичайне прагнення зберегти свої доходи під час дефляції, коли інтерес великих інвесторів до ринку акцій почав слабшати. Хай там як, брокерам нічого не залишалося, як докласти всі зусилля, щоб зберегти старих інвесторів і залучити нових — адже від цього залежало їхнє виживання.

Прибутковість основних цінних паперів — залізничних облігацій і акцій — знижувалася під впливом дефляції, і брокери були змушені розширювати асортимент пропонованих паперів. Це стосувалося не тільки появи на біржі акцій нових промислових підприємств, але й нових форм залізничних

⁶⁶⁴ Усе це призвело до конверсії залізничних позик — заміні облігацій різних термінів погашення та з різною прибутковістю на нові уніфіковані облігації, зазвичай з нижчою прибутковістю (здебільшого порядку 4 % замість 5 або 6 % у початкових позиках) (Neal L. / Why Did Finance Capitalism and the Second Industrial Revolution Arise in the 1890s? / Neal L., Davis L. // Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. — Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. — P. 137–138).

⁶⁶⁵ У 1910 р. 68,5 % усіх операцій з акціями проводили на Нью-Йоркській біржі NYSE; 21,2 % на інших нью-йоркських біржах, і лише 10,3 % операцій — на біржах у Бостоні, Філадельфії та Чикаго. Ще більшим було значення Нью-Йоркської біржі в операціях з облігаціями — 90,6 % з них проводилося на NYSE, на інших біржах Нью-Йорка — 1,5 %, а на регіональних біржах — 7,9 %.

паперів — варантів, привілейованих акцій, нових різновидів облігацій.

Характерною рисою фінансового капіталізму стало поширення фінансових компаній. З них найвідомішими були інвестиційні трастові компанії (Investment Trusts, від англ. trust — довіра), попередники сучасних інвестиційних фондів. Трастові компанії орієнтувалися на дрібних інвесторів⁶⁶⁶, які поєднували свої фінансові ресурси для вкладання їх в акції, що випускалися трастовою компанією. Потім трастова компанія вкладала капітали інвесторів в інші цінні папери з метою одержання прибутку.

Трастова компанія керувала активами інвесторів, і завдяки тому, що ці активи вкладалися у велику кількість різних цінних паперів (зазвичай в акції від 500 до 1000 емітентів, розташованих у різних частинах світу), інвестор одержував можливість диверсифікувати ризики. Адже менеджери трастової компанії орієнтувалися в цих цінних паперах краще, ніж самі дрібні інвестори. Інвестиційні компанії брали на себе зобов'язання вигідно вкладати капітали своїх акціонерів і виплачувати їм дивіденди.

Трастові компанії широко використовували банківські кредити, тому інвестований капітал зазвичай значно перевищував їхній акціонерний капітал. Часто інвестиційні трастові компанії ставали учасниками банківських синдикатів, які створювалися з метою андерайтингу та розміщення великих емісій цінних паперів. Завдяки зібраним значним капіталам інвестиційні трасти надавали довготермінові кредити різним компаніям.

Перші інвестиційні трастові компанії з'явилися наприкінці XVIII століття в Нідерландах (фонд Eendragt Maakt Magt, 1774), потім на початку XIX століття в Брюсселі (Societe Generale des Pay-Bas pour favoriser l'industrie Nationale, 1822). У Великій Британії в 1868 р. заснували Foreign and Colonial Government Trust, який використав основний принцип інвестиційних трастів — диверсифікованість ризиків за допомогою інвестування капіталів у різні цінні папери (Foreign and Colonial Government Trust вкладав їх у державні облігації колоній та інших країн). Акції компанії котирувалися на Лондонській біржі,

⁶⁶⁶ Дрібними тоді вважалися власники капіталів менше 10 тис. фунтів; на практиці більшість інвесторів трастових компаній вкладали від декількох сотень до декількох тисяч фунтів.

а інвесторам виплачували дивіденди фіксованого розміру. Особливо активно інвестиційні трастові компанії створювалися в Шотландії, де в 1873 р. з'явився Scottish American Investment Trust, засновник якого Роберт Флемінг вважається батьком інвестиційних трастів. Натхненний успішною діяльністю Scottish American, Флемінг у 1888 р. переселився в Лондон, де почалася хвиля створення інвестиційних трастових компаній, в успішність яких ще недавно мало хто вірив.

Наприкінці 1886 р. в Англії вже було 29 трастів, у 1890 р. — 101; їхній номінальний капітал зріс із 5 до 50 млн фунтів⁶⁶⁷. Інвестиційні трасти брали участь в бумі експорту капіталу, який почався наприкінці 1880-х років (особливо це стосувалося інвестицій в Аргентині, а також Австралії та США). У цих компаній значна частина капіталу була вкладена в іноземні цінні папери, тому трасти першими постраждали від кризи 1890 р. Їхній сукупний капітал скоротився на 29 %, а зі 101 компанії довелося ліквідувати 50 як збиткові.

Почасти така уразливість інвестиційних трастових компаній пояснювалася тим, що їхнє законодавче регулювання тоді нічим не відрізнялося від регулювання інших акціонерних компаній (воно визначалося нормами оновленого в 1862 р. британського законодавства про акціонерні компанії). Щоб заповнити цей пробіл, у 1900 р. видали чергову версію Company Act — закону про компанії, і через декілька років в Англії почався новий бум заснування інвестиційних трастів. Збільшення їхньої популярності було пов'язано з тим, що прибутковість державних облігацій — улюблених цінних паперів дрібних інвесторів — поступово знижувалася⁶⁶⁸, і пошук нового інвестиційного інструменту ставав актуальнішим.

Принципи організації британських трастових компаній були однаковими — фіксований дивіденд за їхніми акціями становив зазвичай 6 % (у першій голландській трастовій компанії — 4 %). Капітали інвестували в різні іноземні державні облігації (не більше 10 % у папери одного емітента), цим забезпечували диверсифікованість. При цьому прибуток засновників фонду був неймовірно високим. Характерним був приклад Railway Share Trust Company, заснованої у квітні

⁶⁶⁷ Bankers's Magazine. — 1893. — № 56. — Р. 165–173.

⁶⁶⁸ 3 5 % в 1805 р. до 4,5 % в 1815 р., 3,1 % в 1850 р., 3,2 % в 1875 р., 2,5 % в 1896 р. (Mitchell B. R. British Historical Statistics / B. R. Mitchell. — Cambridge: Cambridge University, 1988. — Р. 678).

1873 р. з капіталом 2 млн 200 фунтів. На 1 млн було випущено звичайних акцій, ще на 1 млн — привілейованих акцій. Ці акції придбали інвестори, одержуючи фіксований дивіденд 6 %. Крім того, на 200 фунтів було випущено 200 «засновницьких акцій» номіналом 1 фунт. Випуском засновницьких акцій займалася дочірня компанія Railway Debenture Trust Company, і сенс цієї операції був у тому, що засновники, не привертаючи зайвої уваги інвесторів, отримали за цими акціями річний дохід 1650 %. Вартість засновницьких акцій за рік зросла з номінальної 200 фунтів до 3500 фунтів; за наступний рік зростання було таким самим⁶⁶⁹.

Фінансовий істеблішмент лондонського Сіті на початку XX ст. сприймав інвестиційні трастові компанії з деякою підозрою. Тоді вважали, що мода на трасти використовувалася як ще один засіб для просування компаній на ринку за допомогою всіляких маніпуляцій з пакетами акцій засновників капіталу та андерайтингу паперів сумнівних компаній⁶⁷⁰.

У США інвестиційні трастові компанії до Першої світової війни були менше поширені, ніж у Великій Британії, тому що вони мали там не дуже добру репутацію (особливо після кризи 1907 р.) Їх звинувачували в нечесній, корисливій політиці та невисокій компетентності керівництва. Критики американських трастів згадували бум заснування цих компаній у Великій Британії перед «кризою Берингів» у 1890 р., і збитки британських трастів під час кризи. Прихильники цих компаній у США розуміли, що американським трастам доведеться пройти через такий самий період помилок, як колись англійським, і тільки коли ненадійні та слабкі припинять існування, на ринку залишаться справді ефективні трастові компанії⁶⁷¹.

⁶⁶⁹ В іншого фонду Trustees, Executors and Securities Insurance, у 1889 р. дохід за засновницькими акціями становив 8400 %, у фонду Commercial Union Brewery Investment Corporation у цьому самому 1899 р. дохід за засновницькими акціями досягав 4600 % (Hutson E. The Evolution of the Managed Funds Industry: Investment Trusts in Nineteenth-century Britain / E. Hutson // Handbook of Research on Stock Market Globalization. — Cheltenham: Edward Elgar, 2012. — P. 142–143).

⁶⁷⁰ Bankers's Magazine. — 1893. — № 56. — P. 165–173.

⁶⁷¹ Їхнє швидке зростання у США почалося в 1920-ті роки. Кількість цих компаній збільшилася з 40 в 1921 р. до 77 в 1929 р. (більшість із них, 591 компанія, були засновані з 1927 по 1929 р.). З 1926 по 1929 р. їхні активи збільшилися з 1 до 7 млрд доларів (Bullock H. The Story of Investment Companies / H. Bullock. — N. Y.: Columbia University Press, 1959. — P. 30, 212).

Скептики вважали, що, незважаючи на загальну популярність трастових компаній, мало хто з них міг реально розвивати свій бізнес і ефективно інвестувати капітали. Багатьма трастовими компаніями керували одні й ті самі директори, і вони вкладали капітали в одні й ті самі папери, що лише призводило до підвищення курсової вартості цих паперів. Ще наприкінці 1880-х років оглядач британського журналу *The Economist* попереджав, що в які б успішні підприємства не вкладалися капітали інвестиційних трастів, цього явно недостатньо для того, щоб платити інвесторам дивіденди на рівні 6–7 %. Самий факт таких дивідендів насторожував і змушував припускати, що вся ця інвестиційна діяльність є лише способом виведення на ринок цінних паперів ненадійних компаній⁶⁷².

Експорт капіталу

Основною передумовою для експорту капіталу з індустріальних країн Європи було його первісне нагромадження, яке відбувалося в основному в 1830–1840-ті роки за допомогою банківської системи⁶⁷³. Інвестиції в іноземні папери були пов'язані з більшим ризиком (типовими ситуаціями, коли

⁶⁷² *The Economist*. — 1989. — 6 Apr. — P. 433–434; 1890. — 9 Aug. — P. 1017.

⁶⁷³ На початку XIX століття темпи нагромадження капіталу були ще не дуже високими, в середньому 5–8 % ВВП на рік. У 1840-ті роки цей показник підвищився до 10 %, а пізніше до 12 % ВВП. У Німеччині темпи нагромадження капіталу були на рівні 12 % ВВП у 1860–1870 рр., потім до початку XX століття зросли до 14–15 %. У Великій Британії під час «першої промислової революції» 70 % внутрішніх інвестицій фінансувалися за рахунок внутрішніх заощаджень, 30 % — за рахунок прибутку, отриманого в колоніальній торгівлі. До початку XIX століття нагромаджений капітал становив 3,68 млн фунтів; у 1821–1830 рр. він збільшився до 31,38 млн фунтів, у 1851–1860 рр. — до 57,99 млн фунтів. У Німеччині нагромаджений капітал також почав інвестуватися в промисловість (у середині XIX ст. 7 % ВВП, до кінця сторіччя 18 %). Загалом з 1850 по 1913 р. національний дохід зріс у п'ятеро, інвестиції в промисловість — вдесятеро. Для інвесторів першорядним було питання прибутковості, тому вони шукали найвигідніші для себе шляхи вкладення капіталу. Так почалося інвестування за межами своїх країн. Прибутковість британських облігацій була на початку XX ст. в середньому 3 %, облігації іноземних позик часто могли дати прибуток більше 5 %. Вищою була прибутковість іноземних залізничних паперів (зазвичай мінімум 5 % гарантованого прибутку) (Berend I. *An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization* / I. Berend. — Cambridge: Cambridge University Press, 2013. — P. 303).

інвестори зазнавали збитків на іноземних паперах, стали кризи 1825 і 1890 рр.), але підвищений ризик компенсувався більшою прибутковістю. Ті з інвесторів, хто був готовий ризикувати, охоче вкладали свої капітали в іноземні активи, і так почалася епоха експорту капіталу, яка охопила декілька десятиліть до Першої світової війни.

Перші потоки експортованого капіталу виникли ще під час спекулятивного буму з латиноамериканськими паперами в 1825 р., а створення загальносвітової транспортної інфраструктури за допомогою залізниць і пароплавів значно полегшило ці процеси. Початок епохи експорту капіталу можна умовно віднести до середини 1870-х років, коли стали слабшати наслідки знаменитої «віденської кризи» 1873 р., яка мала вплив на багато країн Європи та США⁶⁷⁴. Наступні кризи кінця XIX — початку XX ст. періодично гальмували розвиток світової економічної системи, але не змінили основні тенденції цього розвитку, зокрема процеси експорту капіталу. Найбільшою їхня активність була наприкінці XIX — на початку XX ст.

У цей час сформувалася спеціалізація виробництва у світовому масштабі та виникла глобальна система поділу праці — Англія і декілька інших промислово розвинених країн (Бельгія, Німеччина, Франція) були виробниками промислових товарів (в Англії промислові товари становили 75% експорту), збут яких відбувався в периферійних країнах і колоніях, що постачали сировину.

У 1914 році Британська імперія простяглася на 30 млн квадратних кілометрів, а її населення становило 450 млн осіб. Друга за розміром Французька колоніальна імперія займала площу понад 10 млн кілометрів, в ній жило 50 млн осіб. Загальносвітова економічна система, що виникла напередодні

⁶⁷⁴ «Урок біржових захоплень старої Європи та молоді Америки, оплачений ціною збитків, спричинених віденською й американською кризою 1872–1873 рр.», призвів до більш позитивних наслідків, ніж можна було передбачати. Однак загальносвітовий обсяг емісії цінних паперів помітно знизився — з 12 млрд франків у 1872 р. до 10,9 млрд у 1873 р. і 4,2 млрд у 1874 р. Найбільше скоротилися емісії державних облігацій — з 4,234 млрд франків у 1873 р. до 1,59 млрд у 1874 р. «Факт засновницької й фінансової паузи минулого [1874] року» очевидний, але «поточний [1875] рік почуває себе незалежним від крахів, і перші два місяці... обіцяють жваві обороти на всіх грошових ринках»; у газетах повно реклами заснованих компаній, і «до послуг публіки пропонують... вірні засоби помістити свої заощадження з надією на премії та дивіденди» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 11. — С. 217).

Першої світової війни на основі Британської імперії, мала високий ступінь інтеграції, а за багатьма показниками до-военного 1913 р. не поступалася показникам 1999 р. Обсяг зовнішньої торгівлі в 1913 р. становив 11,9% сукупного ВВП економічно розвинених країн (цей показник знову був досягнутий тільки в 1970-ті роки)⁶⁷⁵. За таким показником, як відношення капіталізації ринку акцій до ВВП, досягнутий у 1913 р. рівень розвитку фінансової системи (Англія — 1,09; Бельгія — 0,99; Франція — 0,78; Німеччина — 0,44; США — 0,39)⁶⁷⁶ був перевершений тільки наприкінці 1990-х років.

Однак Англія, залишаючись основним фінансовим центром світової економічної системи, поступово переставала бути економічним лідером. Такі країни Західної Європи, як Франція, Німеччина, Бельгія швидко наздогнали Англію за рівнем промислового розвитку і також стали експортерами капіталу. Тому британські інвестиції в країни Європи мали постійну тенденцію до зниження (з 66% усіх інвестицій Англії в середині XIX ст. до 25% у 1870 р. і 5% у 1900 р.)⁶⁷⁷. Основним напрямом британських інвестицій залишалися США, Канада, Аргентина, Австралія⁶⁷⁸ та колонії.

Під час зростання експорту капіталу значно посилюлися процеси міграції — у XIX столітті з Європи виїхало загалом 60 млн осіб, які вирішили розпочати нове життя в інших країнах. З них 35 млн емігрувало в США, 12–15 млн у Латинську Америку, 10 млн у британські колонії (Австралію, Нову Зеландію та інші). Емігранти з Англії зазвичай поселялися в США та британських колоніях, з Німеччини та Італії — у США

⁶⁷⁵ Серед товарних ринків того часу найбільш глобалізованим був ринок зерна. На ньому велике значення мало постачання зерна з території Російської імперії, яке експортувалося через Одесу.

⁶⁷⁶ Однак не всі з тих країн, які були лідерами світової економічної системи в 1913 р., зберегли свої позиції в 1999 р., коли основними лідерами були Швейцарія — 3,23; Англія — 2,25; Нідерланди — 2,03; Швеція — 1,77; США — 1,52; Канада — 1,22; Південно-Африканська республіка — 1,20; Франція — 1,17; Австралія — 1,13 (Rajan R., Zingales L. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // *Journal of Financial Economics*. — 2003. — Vol. 69. — P. 15).

⁶⁷⁷ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2004. — P. 87.

⁶⁷⁸ Подібну статистику експорту капіталу в США, Канаду, Австралію й Аргентину див.: Davis L. E. Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914 / L. E. Davis, R. E. Gallman. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 753–838.

й Латинській Америці, з Австро-Угорщини та Росії — переважно в США. Так виникали нові зв'язки (особисті та ділові) між людьми, які жили в різних частинах світу. Це збільшувало інтеграцію світової економіки, створюючи сприятливі умови для зростання інвестиційних потоків і експорту капіталу.

Експорт капіталу став тоді модною темою — усі тільки й говорили про вигідність придбання іноземних цінних паперів. В той час 26 % експортованого капіталу йшло в менш розвинені периферійні країни Європи, 24 % у Північну Америку (переважно їх вкладали в цінні папери США, хоча чималі капітали були інвестовані також у Канаду), 20 % у Латинську Америку, 16 % у країни Азії, 9 % у країни Африки, 5 % у країни Океанії (в основному в Австралію та Нову Зеландію)⁶⁷⁹.

Експорт капіталу у формі іноземних інвестицій збільшувався з 1880 р. дуже швидко, у 1913 р. він досяг загального обсягу 44 млрд дол. (таблиця 2).

Таблиця 2

**Експорт капіталу за країнами-інвесторами
і регіонами світу (1913 р.)⁶⁸⁰**

Країни та регіони світу	Млрд дол.	%
Експортери капіталу		
Англія	18,3	42
Франція	8,7	20
Німеччина	5,6	13
Бельгія, Нідерланди й Швейцарія	5,5	12
США	3,5	8
Інші інвестори	2,4	5
Країни та регіони світу	Млрд дол.	%

⁶⁷⁹ Kenwood A. G. The Growth of the International Economy, 1820–1860 / A. G. Kenwood, L. Allen. — London: Allen and Unwin, 1971. — P. 43.

⁶⁸⁰ Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 78.

Експорт капіталу в регіони світу		
Європа	12,0	27
Північна Америка	10,5	24
Латинська Америка	8,5	19
Азія	6,0	14
Африка	4,7	11
Океанія	2,3	5

Незабаром до Великої Британії, Франції та Німеччини приєдналися нові експортери капіталу — Бельгія, Швейцарія, Австро-Угорщина, скандинавські країни. Серед експортерів капіталу однозначно лідирувала Англія (43 % загального світового експорту капіталу, який досяг у 1913 р. суми в 46 млрд доларів; Франція — 20 %, Німеччина — 13 %, інші країни Західної Європи — 13–14 %)⁶⁸¹. Розподіл експорту капіталу за країнами і континентам з часом змінювався. У 1820 р. 64 % британських інвестицій були спрямовані в країни Європи, у 1914 р. — тільки 5 %, інші йшли в колонії та колишні колонії (США, Австралію, Канаду). Щодо французького капіталу, то в 1850 р. його 93 % експортувалися у країни Європи, а в 1914 р. у периферійні країни Європи йшло лише 33 % французького капіталу, 27 % — у Російську імперію, решта французьких інвестицій надходила в інші країни. У Німеччини було мало колоній, тому експорт німецького капіталу йшов переважно в периферійні країни Європи (29 % у Російську імперію й на Балкани, 15 % в Іспанію й Португалію, 23 % в Австро-Угорщину)⁶⁸².

⁶⁸¹ Kuznets S. *Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread* / S. Kuznets. — Yale: Yale Univ. Press, 1966. — Р. 324. Загалом за період 1870–1913 pp. Велика Британія експортувала 40 % нагромадженого капіталу, Франція — 25 %, Німеччина — 10 %. У світовому масштабі іноземні інвестиції зросли з 7 % світового ВВП у 1870 р. до 20 % у 1913 р. Більшу частину експортованого капіталу вкладали в залізничні проекти (40 % британського експортованого капіталу, 15 % французького). Інвестиції у видобуток мінеральної сировини та у промисловість були значно меншими — 12 % британського експортованого капіталу та 10 % французького.

⁶⁸² Berend I. *An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization* / I. Berend. — Cambridge: Cambridge University Press, 2013. — Р. 305. За даними 1910 р., британські капітали надходили переважно в Америку (8,8 млрд дол.), Азію, Африку та Океанію (6,9 млрд), менше в Європу (0,9 млрд). Французькі капітали надходили насамперед

За оцінками початку XX століття розподіл експорту капіталу в 1900 р. (загальний обсяг 34,01 млрд дол.⁶⁸³) був дещо іншим (таблиця 3).

Таблиця 3

**Експорт капіталу за країнами-інвесторами
і регіонами світу (у 1900 р.)⁶⁸⁴**

Країни та регіони світу	Млрд дол.	%
Експортери капіталу		
Англія (в Америку – 51 %, Азію, Африку й Австралію – 41 %, Європу – 8 %)	14,25	60
Франція (у Європу – 66 %, Америку – 23 %, Азію й Африку – 11 %)	11,4	31
Німеччина (у Європу – 51 %, Америку – 29 %, Азію й Африку – 20 %)	8,36	23

у Європу (5,4 млрд), в Азію, Африку й Океанію (2,0 млрд), менше в Америку (0,9 млрд). Німецькі капітали також надходили в основному в Європу (4,2 млрд) і Америку (2,4 млрд), менше — в Азію, Африку та інші країни (1,7 млрд) (Morawski W. Historia Finansow Wspolczesnego Swiata Od 1900 Roky / W. Morawski. — Warszawa: Difin, 2008. — S. 13).

⁶⁸³ Перерахування франків у долари за курсом 1913 р. 1 франк = 0,19 дол. (курси валют 1913 р. див.: Оль П. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России / П. Оль. — Ленинград: Всесоюзная академия наук, 1925. — С. 13).

⁶⁸⁴ Розрахунки за даними: Ленин В. И. Империализм, как высшая стадия капитализма: популярный очерк / В. И. Ленин. — М.: Изд-во полит. лит-ры, 1967. — С. 61–62. Ці дані початку XX століття про експорт капіталу автори марксистської орієнтації часто використовували по-своєму, у політизованому дусі, оцінюючи експорт капіталу як «інструмент колоніальної експансії британського імперіалізму». «Англія, володіючи промисловою монополією, стала широко використовувати вивезення капіталу для посилення колоніальної експлуатації» (Солодовников В. Г. Вывоз капитала / В. Г. Солодовников. — М.: Гос. изд-во полит. лит-ры, 1957. — С. 180). «Монополістичний капітал усе більше пов'язаний політичною реакцією та мілітаризацією» (Аронович С. Британский монополистический капитал / С. Аронович. — М.: Изд-во иностранной лит-ры, 1956. — С. 160). Британську колоніальну експансію ніхто не заперечує, однак в разі такого політизованого підходу розуміння сутності фінансового капіталізму підміняється шаблонними пропагандистськими фразами.

Країни та регіони світу	Млрд дол.	%
Експорт капіталу в регіони світу		
Європа (Франція – 66 %, Німеччина – 51 %, Англія – 8 %)	10,88	32
Америка (Англія – 51 %, Німеччина – 29 %, Франція – 23 %)	12,24	36
Азія, Африка, Австралія (Англія – 41 %, Німеччина – 20 %, Франція – 11 %)	10,88	32

Експорт капіталу став закономірною стадією розвитку ринкової економіки, коли концентрація фінансових ресурсів, розвиток банківської системи та ринку цінних паперів призвели до зростання значення фінансового капіталу, який має підвищену мобільність. Почала формуватися тенденція до переміщення капіталу в ті частини світу, де були найсприятливіші умови — головним чином, де була дешевше праця, сировина та інші ресурси.

Двома основними джерелами інвестиційного капіталу залишалися Лондон і Париж, хоча напрями інвестиційних потоків із цих центрів були різними — Англія експортувала капітал у свої колонії, розташовані в основному у віддалених частинах світу; Франція — переважно в інші країни Європи. Крім Англії та Франції, зростало значення Німеччини як експортера капіталу. А США, залишаючись реципієнтом інвестицій (переважно британських), водночас швидко ставали експортером капіталу.

Джерелом фінансових ресурсів для міжнародних інвестицій і експорту капіталу були не тільки внутрішні заощадження, вкладені в іноземні цінні папери, але й капітали, отримані від міжнародної торгівлі. Якщо в 1870 р. фінансові активи (зокрема цінні папери) становили 39 % усіх активів (разом із нерухомістю), у які вкладалися заощадження, то в 1913 р. — 64 %⁶⁸⁵.

Таким чином період вільної торгівлі та концентрації капіталу підготував необхідні умови для зростання інвестиційних потоків. Мотивом інвесторів був пошук найви-

⁶⁸⁵ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2004. — P. 103.

гідніших способів вкладення капіталів. А цінні папери країн з економікою, яка швидко зростала (США, Канади, Австралії, Аргентини, а також Росії та Японії), зазвичай забезпечували більшу прибутковість, ніж внутрішні державні та корпоративні цінні папери.

Таким чином завдяки активізації інвестиційних процесів у 1875–1913 рр. сформувалася мережа фінансових потоків між периферійними країнами (реципієнтами капіталу) і основними центрами світової фінансової системи — Лондоном, Парижем, Берліном, Нью-Йорком. Виникла загальносвітова фінансова система, яка досягла своєї максимальної інтеграції у 1913 р., а потім почала розпадатися внаслідок Першої світової війни та кризи 1929 року.

Зростання іноземних інвестицій вплинуло на збільшення загального обсягу цінних паперів (таблиця 4).

Таблиця 4

**Вартість цінних паперів основних країн (1912 р.)⁶⁸⁶
(країни розташовані за зменшенням вартості)**

Країни	Валюти		
	Млрд франків	Млрд рублів	Млрд доларів
Англія	150	56,25	28,85
США	140	52,50	26,92
Франція	115	43,13	22,12
Німеччина	110	41,25	21,16
Росія	35	13,25	6,73
Австро-Угорщина	26	9,75	5,00
Японія	16	6,0	3,08
Загалом	850	318,75	163,46

⁶⁸⁶ За даними Лондонської біржі (Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2004. — P. 4).

Цими цінними паперами володіли близько 20 млн інвесторів: 24 % англійських, 21 % американських, 18 % французьких, 16 % німецьких, 5 % російських, 4 % австро-угорських, 2 % італійських, 2 % японських, 8 % з інших країн (таблиця 5).

Таблиця 5

**Кількість індивідуальних інвесторів
на ринках цінних паперів основних країн (1910 р.)**

Країни	Кількість індивідуальних інвесторів ⁶⁸⁷		Населення країни ⁶⁸⁸	% інвесторів
	% від світового	Млн осіб	Млн осіб	
Англія	24	4,8	42,5	10,6
Франція	18	3,6	39,3	9,17
США	21	4,2	76,1	5,52
Німеччина	16	3,2	60,5	5,28
Австро-Угорщина	4	0,8	52,8	1,5
Італія	2	0,4	35,6	1,1
Японія	2	0,4	50,4	0,79
Росія	5	1,0	171,0	0,58
Інші країни	8	1,6	—	—

Важливе значення в експорті капіталу та формуванні інвестиційних потоків мали державні облігації, випущені урядами країн — реципієнтів інвестицій⁶⁸⁹. Обсяг операцій на

⁶⁸⁷ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2004. — Р. 4.

⁶⁸⁸ Дані про населення Англії, Франції, Німеччини, США, Росії див.: Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-политич. литературы, 1959. — С. 559, 568, 619, 667, 724.

⁶⁸⁹ Капіталізація лондонського ринку цих облігацій становила 3,0 млрд фунтів у 1875 р. (більше ніж удвічі перевищуючи ВВП — 1,4 млрд) і 4,1 млрд у 1905 р. при ВВП — 2,2 млрд. Вартість облігацій, випущених країнами з фінансовими

ринках цінних паперів досяг у 1913 р. у середньому 16,4% ВВП (в Англії — 41 %, у Франції — 26 %, у США — 19 %, у Німеччині — 11 %, у Японії — 6 %, у Росії — 2 %) ⁶⁹⁰.

Корпоративні цінні папери (акції та облігації) перевищили за обсягом (60%) державні цінні папери (40%). З 1880-х років більше поширення мали акції промислових підприємств, а не тільки залізничних компаній (в Англії тільки з 1883 по 1893 р. загальна вартість промислових акцій зросла з 472 млн фунтів до 1,1 млрд) ⁶⁹¹.

Незважаючи на загальне сповільнення економічного зростання в Англії, британський ринок акцій був найбільш розвинений (14% усіх активів на ринку цінних паперів). У США цей показник досягав 12,5%, у Франції — 5,1 %, у Німеччині — 3,2%, у Росії — 2,1 % ⁶⁹². Загалом на світовому фінансовому ринку переважали американські та російські цінні папери (державні та корпоративні), широко представлені на всіх основних біржах.

Деякі країни — реципієнти іноземного капіталу — потім ставали його реекспортерами. Типовим прикладом була Австро-Угорщина, яка реінвестувала отримані капітали не тільки у власні периферійні провінції, а й в інші країни, зокрема в Російську імперію. Такий реекспорт капіталу прискорював загальну модернізацію периферійних країн і розвиток у них індустріального сектору економіки ⁶⁹³.

ринками, що розвиваються, становила 0,5 млрд фунтів (46% сукупного ВВП цих країн) у 1875 р. і 1,9 млрд (64% ВВП) у 1905 р. (Mauro P. *Emerging markets and Financial Globalisation* / P. Mauro, N. Sussman, Y. Yafeh. — Oxford: Oxford Univ. Press, 2006. — P. 4, 12–14).

⁶⁹⁰ Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. Table 5.1.

⁶⁹¹ Smith M. *A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2004. — P. 86.

⁶⁹² Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 84, 120, 126, Table 5.1.

⁶⁹³ В Угорщині, економічно менш розвинутій, ніж Австрія, завдяки реекспорту капіталу з Австрії обсяг промислового виробництва з 1860 до 1900 р. зріс у 8 разів, до 1913 р. — в 14,5 раза. У розташованій у тому самому регіоні Європи Польщі (що входила на той час до складу Російської імперії) обсяг промислового виробництва з 1860 по 1900 р. зріс лише у 2,7 раза, до 1913 р. — у 8,2 раза (Berend I. *An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization* / I. Berend. — Cambridge: Cambridge University Press, 2013. — P. 390).

Підйоми та кризи епохи експорту капіталу

Початок нового підйому та проміжна криза 1882 р.

Наслідки кризи 1873 р. спричинили економічний спад у багатьох країнах світу, і ці наслідки відчувалися протягом 6–7 років. Однак для цих років були характерні не тільки масові банкрутства, але й концентрація капіталу. Криза мала особливо затяжний характер, падіння цін було глибоким, а конкурентна боротьба компаній, що вижили, — особливо жорстокою. Але у той самий час загальний спад готував основу для нового підйому, перші ознаки якого стали помітні в Америці. У 1880 р. «у США почався період безпрецедентного процвітання», після чого на рубежі 1879–1880 рр. Англія «пережила шалену спекулятивну лихоманку, яка охопила майже всі важливі ринки і була спричинена раптовим розширенням американського попиту спершу на залізо й сталь, а потім на інші товари»⁶⁹⁴.

Показовим було те, що новий підйом розпочався саме в США, а не в Англії — британські позиції у світовій фінансовій системі та економіці почали змінюватися, і час, коли Велика Британія була «деміургом буржуазного космосу»⁶⁹⁵, залишився в минулому. У США тривалу кризу й депресію створила надмірна кількість вільного капіталу, яка не мала свого застосування. Ціни на метал знизилися в другій половині 1870-х років майже удвічі, багато залізничних компаній перейшли у власність інших, більших за розміром. Усе це готувало умови для початку нового підйому в залізничному будівництві, і у 1881 р. обсяги будівництва залізниць зросли майже удвічі порівняно з серединою 1870-х років. А у 1880 р. економічний підйом вже мав загальносвітовий характер.

⁶⁹⁴ Commercial History and Review of 1880 // The Economist Supplement, 12 March 1881. — P. 1.

⁶⁹⁵ Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 р. Гл. 4. / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. — Соч. Т. VIII. — С. 238.

Особливістю нового підйому було те, що він став не дуже виразним — в Англії багато говорили про затяжну депресію, яка тривала з 1873 по 1886 р., а економісти того часу розглядали 1880-ті роки як депресивну фазу «довгого циклу». І справді, підйом 1879–1880 рр. був нетривалим, і вже в 1882 р. на світових ринках почався новий спад⁶⁹⁶. Втім, зростання інвестицій у залізницю, як і обсягів світової торгівлі, показує, що депресивні настрої другої половини 1870-х і початку 1880-х років були неоднозначними. Однак економісти, які жили в той час (переважно британські), саме так сприймали ці роки.

Загалом у 1880-ті основним чинником економічного зростання залишалося розширення транспортної мережі⁶⁹⁷, а ще швидше розвивалася тоді інформаційна мережа⁶⁹⁸. Новий підйом 1880-х років став особливо помітним у США (де обсяг промислового виробництва зріс у 1,7 раза), а також у Німеччині (в 1,5 раза)⁶⁹⁹. Мабуть, особливість підйому початку 1880-х років, який сприймався багатьма як продовження післякризової депресії, пояснюється тим, що у Великій Британії (і почасти у Франції) почалося загальне сповільнення промислового розвитку⁷⁰⁰. Це була закономірна стадія розвитку будь-якої зрілої економічної системи, що починає в певний момент переходити від індустріальної до постінду-

⁶⁹⁶ Незважаючи на нетривалість підйому кінця 1870-х, приріст світової залізничної мережі (яка була основною рушійною силою економічного зростання в ті роки) становив 182 тис. км у 1876–1885 рр. порівняно з 151 тис. км у 1866–1875 рр. Інвестиції у світову залізничну мережу збільшилися з 37,3 млрд марок у 1867–1868 рр. до 65,3 млрд у 1875 р., 74,9 млрд у 1876–1877 рр. і 100,5 млрд у 1884 р. Зросли також обсяги світової торгівлі з 9,1 млрд доларів у 1866–1868 рр. до 10,8 млрд у 1872–1873 рр., 14,2 млрд у 1879 р., 16,6 млрд у 1883 р.

⁶⁹⁷ У 1845 р. довжина світової мережі залізниць становила менше 16 тис. км, а у середині 1880-х років вона вже перевищувала 500 тис. км. Сумарні інвестиції в цю мережу були більше 100 млрд марок. Значно збільшився тоннаж світового торговельного флоту, з 100 тис. т у 1840 р. до 7,6 млн т у 1886 р.

⁶⁹⁸ Телеграфні лінії Європи в 1860–1887 рр. зросли з 126 до 652 тис. км, а довжина світової мережі досягала 1,5 млн км, з яких більш 0,2 млн км становили підводні кабелі (Neumann-Spallart F. *Ubersichten der Weltwirtschaft, Jahrgang 1885–1889* / F. Neumann-Spallart. — Berlin: Verlag für Sprach- und Handelswissenschaft, 1896. — S. 636–637, 651, 686, 703).

⁶⁹⁹ Темпи промислового зростання у Франції були набагато нижчими. У Росії в цей час швидко розвивалася текстильна промисловість, а бум у важкій промисловості був ще попереду.

⁷⁰⁰ В Англії збільшення обсягів промислового виробництва з 1866 р. по 1877 р. становило 33,3%, а з 1877 р. по 1883 р. — 16,8%, сповільнившись удвічі.

стріальної економіки. І фінансові послуги починають більше приваблювати інвесторів, ніж виробництво. Ця ідея, сьогодні очевидна для всіх, у 1880-ті роки була, мабуть, поза межами розуміння економістів. Тому і виникла неоднозначна оцінка тенденцій тих років.

Однак підйом 1879–1880 рр., який вже в 1882 р. змінився черговою кризою, був коротким і невиразним, тому що він відбувся за умов загалом пригніченого стану ринків — «першої Великої депресії», яка тривала з 1873 до 1890 р. Із другої половини післякризових 1870-х років сталося загальне зниження товарних цін, що відображало депресивний настрій ринків. «Нагромадження капіталу, яке зростає в цивілізованих країнах, і породжене ним посилення конкуренції вели до зменшення прибутків»⁷⁰¹.

Показово, що до 1890 р. британський експорт так і не досяг рівня 1872–1873 рр. Це можна сказати і про Францію. А світова емісія цінних паперів у 1880-ті роки значно поступалася максимальним обсягам 1872–1873 рр. У 1872 р. сукупна емісія цінних паперів торгово-промисловими, залізничними та кредитно-фінансовими компаніями становила 7,2 млрд франків. А під час підйому 1881 р. максимальний показник досяг рівня лише 4,2 млрд франків. Експорт британського капіталу на початку 1880-х років також був значно меншим за обсягом, ніж на початку 1870-х років⁷⁰².

Акціонерне засновництво в 1880-ті роки загалом також було менш активним, ніж на початку 1870-х, особливо у США, де після втрат під час кризи та численних банкрутств (в основному дрібних компаній) випуск цінних паперів залишався на значно нижчому рівні, ніж у 1870-ті роки. У Великій Британії кількість нових акціонерних компаній перевершила показники початку 1870-х років, однак у більшості випадків це було не стільки засновництво, скільки перетворення вже існуючих приватних підприємств на акціонерні компанії.

⁷⁰¹ Depression of Trade and Industry. Final Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. — London, 1886. — P. XVI.

⁷⁰² 179 млн фунтів у 1870–1872 рр. і 62 млн у 1880–1882 рр. Скорочення експорту капіталу пояснювалося тим, що криза 1873 р. призвела у багатьох країнах до масових банкрутств компаній, у які були інвестовані британські капітали. Припинилася виплата відсотків за позиками, отриманими в Англії, що сповільнило надання нових позик і експорт капіталу.

Серед сучасників поширилася думка, що проміжна криза 1882 р. не була самостійною, а стала закономірним продовженням кризи 1873 року. Причиною для таких висновків була послідовність подій у Великій Британії, де в 1873 р. закінчився промисловий підйом, але криза стала найпомітнішою лише в 1878 р. Потім післякризова депресія поступово перейшла в кризу 1882 р., і це створювало враження єдиного затяжного кризово-депресивного періоду, що тривав з 1874 р. по 1886 р.

Хоча найгостріші форми криза 1882 р. набула в США, а в Англії ця криза стала найбільш глибокою й тривалою, не це було основним у подіях 1882 року, як і не біржова паніка у Франції. У цей час відбувся перелом під час залізничного будівництва. Для інвесторів змінилося співвідношення залізниць і важкої промисловості. Якщо до того потреби залізничного будівництва визначали завантаженість важкої промисловості замовленнями, то тепер уже розвиток промислових підприємств визначав потребу в будівництві нових залізниць. Потім настали зміни у всьому процесі нагромадження капіталів, спричинивши глибокий промисловий спад, коли верхівкою айсберга стали локальні біржові крахи 1882 р. у Франції та США.

Кризовий період другої половини 1870-х — першої половини 1880-х років виявився досить тривалим, що пояснювалося поєднанням промислового спаду з аграрною кризою, найпомітнішою у середині 1880-х років у США та Росії. Скорочення продажів сільськогосподарської продукції обмежило попит на промислові товари великої частини населення, яка жила доходами від сільського господарства. У цьому сенсі криза 1880-х років не поступалася кризі 1873 р.

Крім Англії, США, Німеччини та Франції криза 1882 р. торкнулася багатьох країн, особливо в Європі. В Австро-Угорщині курси акцій стали знижуватися з 1882 р., у 1883 р. почався спад у зовнішній торгівлі; зменшення промислового виробництва відчувалося до 1885 р. Спад і скорочення торгівлі відзначалися в Бельгії, Данії, Італії, Норвегії, Росії, Тунісі, Туреччині, Швеції, Швейцарії та інших країнах. Загалом вплив кризи відчувався у всіх частинах світу⁷⁰³.

⁷⁰³ L'Economiste Francais. — 1884. — 20. IX. — P. 355; Economist. — 1882. — 21. I. — P. 76; 1885. — 2. V. — P. 540; Deutsches Handels-Archiv. — 1885. — Teil I. — S. 89, 350, 358, 364, 416; 1886. — Teil I. — S. 133, 284, 413; 1886. — Teil II. — S. 3, 202, 629, 674, 714.

Бум другої половини 1880-х років

Після кризи 1882 р. новий підйом почався тільки в 1887 р. Найдовше наслідки кризи відчувалися у Франції та Англії, а найшвидше вони минули в Німеччині. Тривалість кризи та загальне зниження цін змушували шукати способи зменшити витрати виробництва за рахунок впровадження технологічних інновацій, і «ніколи ще не було стільки активності у винаходах та удосконаленні різних знарядь виробництва»⁷⁰⁴. Головним чином ці інновації стосувалися впровадження електротехніки.

У подоланні спаду середини 1880-х чимале значення мали військові замовлення, які підтримували важку промисловість. «Мирні роботи сповільнилися... але роботи на потреби війни відновляться, а вони невичерпні... Гармати всіх моделей, нова автоматична зброя, відновлення всіх видів озброєнь, броненосці, міноносці... ось це тепер буде жити металургійні компанії»⁷⁰⁵.

Вільні капітали більше експортувалися в країни⁷⁰⁶ з ринками, що розвивалися. У 1882–1893 рр. обсяг британських капіталів, інвестованих за кордоном, зріс майже вдвічі й досягав 800 млн фунтів; французьких — близько 5 млрд франків (200 млн фунтів). Німецькі інвестиції в ці роки збільшилися

⁷⁰⁴ Commercial History and Review of 1888 // Economist Supplement, 1889. — P. 22.

⁷⁰⁵ L'Economiste Francais. — 1886. — 6. XI. — P. 558. «Перший поворот у стані світової економіки після найглибшого занепаду, пережитого з часу континентальної блокади, відбувся завдяки численним і значним військовим замовленням багатьох європейських урядів. Спершу англійський парламент надав британському уряду кредит у 11 млн фунтів... Більшу частину цієї суми використали для розширення військового флоту, і вона дала цим великий поштовх англійській чорній металургії. Після цього стало збільшуватися озброєння Франції, Росії та держав Потрійного союзу. За пожвавленням металургії, спричиненим цією підготовкою, що потребувала сотень мільйонів, почалося підвищення цін на вугілля» (Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. — Berlin: Ayer Publishing, 1890. — S. 680).

⁷⁰⁶ Британські іноземні інвестиції, що досягали 75 млн фунтів в 1870–1873 рр., у 1877–1879 рр. скоротилися до 22 млн, а потім почали зростати до 50 млн у 1880–1882 рр., 56 млн у 1883–1887 і 103 млн фунтів у 1888–1890 рр. (Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. — М.: Издательство Комкадемии, 1928. — С. 190).

вдвічі й досягли 5 млрд марок (близько 250 млн фунтів)⁷⁰⁷. Почався експорт капіталів навіть зі США, які поки що залишалися реципієнтом іноземних інвестицій⁷⁰⁸.

До початку 1890-х років обсяг накопичених вільних капіталів зріс ще більше — депозити в британських банках збільшилися з 1882 по 1892 р. з 366 до 531 млн фунтів, в американських банках з 2,3 до 4,6 млрд доларів. Процентні ставки в Лондоні, Берліні, Парижі, Амстердамі в 1885–1889 рр. зазвичай не перевищували 2,5 %, що було вірною ознакою створення сприятливих умов для нового підйому завдяки дешевому кредиту.

І справді, в 1888–1890 рр. в Англії почався черговий засновницький бум. За два роки заснували 8137 компаній з капіталом 834 млн фунтів⁷⁰⁹. У США в ці роки було засновано 4176 компаній, у Німеччині — 775. Як завжди під час буму, значна частина нових компаній мала спекулятивний характер, їхній капітал був порівняно невеликим; багато з них виникло через реорганізацію вже існуючих приватних підприємств.

Хвиля засновництва супроводжувалася великими емісіями акцій. Загальносвітовий обсяг випуску залізничних і промислових цінних паперів становив у 1889 р. більше 8 млрд франків (у 1872 р. — лише 5,2 млрд франків, у 1881 р. — менше 3 млрд франків). Такі великі емісії мали суто спекулятивну мету. Типовим став механізм одержання прибутку в гірничодобувних компаніях (з 1886 по 1890 р. їх було засновано більше 1 тис.). Багато з них одразу були приречені на банкрутство через «розводення» акціонерного капіталу. «Близько 75 % номінального капіталу поглинули засновники та посередники зі збуту акцій, і лише 25 % залишилося працюючого капіталу... У багатьох випадках... компанії взагалі не мали якийсь працюючий капітал. А ще частіше він виявлявся недостатнім.

⁷⁰⁷ Borsen-Enquete-Commission. Statistische Anlagen. — Berlin, 1883. — S. 210.

⁷⁰⁸ У 1890 р. американські іноземні інвестиції (переважно в Мексиці) досягли 500 млн доларів (у 1880 р. — 200 млн) (Doane R. The measurement of American wealth: A study of the monetary measures of the total wealth, income, expenditures, profits, losses, debts and savings of American producers, consumers and institutions, from 1860 to 1933 / R. Doane. — N.Y.: Harper, 1933. — P. 10, 11).

⁷⁰⁹ У 1863–1856 рр. 2821 компанія з капіталом 583 млн фунтів; у 1872–1874 рр. 3591 компанія з капіталом 385 млн фунтів; у 1880–1882 рр. 4515 компаній з капіталом 634 млн фунтів.

Щоб розмістити величезну масу нових цінностей, засновники використовували різні хитрощі»⁷¹⁰.

Найбільшим засновницький бум став у 1889 р., коли спостерігалася «небувала активність в організації нових фінансових і промислових компаній. Дуже велика частина вкладених грошей була просто викинута на вітер. Вона потрапила в кишені засновників, маклерів, купи фінансових паразитів»⁷¹¹. Цей бум був прямо пов'язаний з експортом капіталу — саме за рахунок іноземних інвестицій в інших країнах засновували акціонерні компанії, переважно лише з метою одержати прибуток від продажу акцій.

Типовим прикладом стала Аргентина. У цей час ця аграрна країна з населенням не більше 4 млн осіб швидко розвивалася. Лише в 1882–1889 рр. в Аргентині заснували майже 300 акціонерних компаній із загальним капіталом 841 млн доларів⁷¹². Очевидно, що такий бум не відповідав реальному економічному розвитку країни. Він став можливим тільки за рахунок припливу іноземного капіталу, переважно британського. Вартість державних зовнішніх позик Аргентини, розміщених у Великій Британії, становила тоді 65 млн фунтів⁷¹³.

⁷¹⁰ «Наприклад, деякі компанії з розробки південноафриканських золотих родовищ оголосили про виплату такого дивіденду, який мав поглинути весь валовий видобуток золота, не залишивши нічого для покриття витрат виробництва» (Economist. — 1889. — 12.1. — Р. 38–39).

⁷¹¹ «Для нових залізничних, гірничодобувних та інших подібних підприємств були дуже великі витрати на придбання обладнання тощо, і це стало сильним поштовхом для деяких важливих галузей англійської промисловості. Більшість цих витрат напевно ніколи не будуть відшкодовані, тому кінцевий результат витрат капіталу, вкладеного в підприємства, що не мають ніяких надій на успіх, потрібно визнати невдалим. Але в короткотерміновій перспективі ці витрати відіграли свою роль, змусивши колеса промисловості швидше обертатися» (Commercial History and Review of 1889 // Economist Supplement. — 1890. — Р. 3).

⁷¹² Тільки за один 1889 р. з'явилися 132 нові компанії з капіталом 465 млн доларів. Значна частина цих компаній була пов'язана із залізницями (у 1880–1892 рр. в Аргентині було прокладено майже 11 тис. км залізниць, ще близько 30 тис. км дозволили будувати).

⁷¹³ Особливо сильно поширилася спекуляція землею. З 841 млн доларів сукупних капіталів аргентинських компаній, заснованих у 1882–1889 рр., понад 500 млн припадало на іпотечні та страхові банки, а також інші фінансові компанії, що безпосередньо займалися спекулятивними операціями із землею. Очікуваним наслідком усього цього стала девальвація аргентинської валюти, яка знецінилася вчетверо. Наближення кризи було неминучим.

Криза 1890 р.

Підйом 1887–1888 рр., який супроводжувався масовою біржовою спекуляцією, був не дуже тривалим, і вже в 1890 р. у Європі почалася чергова криза. Ознаки близької кризи стали помітними з кінця 1889 р.: посилилася напруженість на фінансових ринках, зростали процентні ставки і важче було отримати кредит на вигідних умовах. У Великій Британії та США 1890 рік також почався з підвищення ставок та зі зниження курсів акцій.

Однак найбільше прояви кризи спостерігалися в Німеччині, особливо в березні 1890 р. Коли вартість цінних паперів стала знижуватися, і німецькі інвестори вирішили позбутися великої кількості аргентинських цінних паперів. Це спричинило їхнє знецінювання в Лондоні та Парижі. Після цього в березні 1890 р. (коли фінансова криза в Німеччині була у самому розпалі) в Аргентині почалися банкрутства, потім настав колапс банківської системи, і в країні почалися масові безладдя.

Криза в Аргентині, а також в Уругваї та декількох інших країнах Південної Америки створила серйозні проблеми в Лондоні — набагато більші, ніж березнева криза в Берліні. Адже в Аргентину були вкладені дуже великі капітали британських інвесторів, особливо одного з найвідоміших банків Baring Brothers. Британський капітал шукав можливості вигідного інвестування за межами внутрішнього ринку, а британській промисловості потрібна була можливість експортувати продукцію. Якщо раніше в центрі уваги британських інвесторів були США, то тепер вони зосередилися на Аргентині. Однак наслідки від роздування в нерозвиненій країні залізничного буму були прогнозовані — у Британії почалася криза, яку назвали «кризою Берингів»⁷¹⁴.

У листопаді 1890 р., коли банк Берингів призупинив платежі, на Нью-Йоркській біржі почалася паніка через падіння курсів американських паперів у Лондоні. Криза набула за-

⁷¹⁴ З аргентинських і уругвайських облігацій, випущених у 1888–1890 рр. на 30 млн фунтів, не менше половини розміщалися банком Берингів. З урахуванням акцій, то за один лише 1888 р. цей банк емітував аргентинських паперів на 28 млн фунтів (Economist. — 1890. — 12.VII. — P. 891; Raffalovich A. La crise de Londres en novembre 1890 / A. Raffalovich // Journal des Economistes. — T. IV. — P. 324).

гального характеру, адже банк Берингів був тісно пов'язаний з Банком Англії, який володів великим пакетом паперів Берингів. Почалося масове вилучення золота вкладниками, після чого у листопаді 1890 р. золоті запаси Банку Англії знизилися до 18,6 млн фунтів (у квітні цього року вони становили 22,5 млн), незважаючи на підвищення ставки з 3 % до 6 %. Здавалося, що «крах неминучий», і падіння курсів буде мати «згубні наслідки»⁷¹⁵. Однак загального краху вдалося уникнути завдяки отриманим Банком Англії 3 млн фунтів золотом від Банку Франції та 1,5 млн фунтів від уряду Росії⁷¹⁶.

Криза в Лондоні послабшала до початку 1891 р., хоча збільшення кількості банкрутств тривало ще три роки. Загалом з 1890 по 1893 р. збанкрутувало більше 30 тис. британських компаній з капіталом 54 млн фунтів. А сукупний капітал заснованих нових компаній скоротився з 354 млн фунтів у 1888 р. до 97 млн у 1893 р.

Паніка в Лондоні збігалася за часом із загостренням кризи в США. На американському фінансовому ринку 1890 р. почався «великим напруженням грошового ринку, і 2 січня за кредити... платили 25 %, у деяких випадках до 45 %»⁷¹⁷. Дисконтна ставка залишалася підвищеною. Коли після аргентинського краху в Лондоні почалася загальна паніка, британські інвестори стали масового позбуватися американських цінних паперів, які поверталися назад у США, створюючи відтік золота. Перша хвиля паніки на біржах у США почалася в серпні, а максимальною паніка стала 15 листопада після повідомлення з Лондону про крах банку Берингів.

Крім Великої Британії, США, Німеччини й Франції, вплив кризи 1890 р. відчувався в багатьох країнах, від Австро-Угорщини та Росії до Японії та Бразилії. Особливо помітною була криза в Австро-Угорщині, де спостерігалися численні банкрутства та падіння курсів акцій. У більшості

⁷¹⁵ Economist. — 1890. — 15. XI. — P. 1440, 1441.

⁷¹⁶ «Російське фінансове відомство зробило велику послугу Англійському банку та англійському грошовому ринку, погодившись на тривалий час відкласти повернення своїх депозитів, які воно мало на багато мільйонів фунтів стерлінгів на поточному рахунку як у домі Берингів, так і в інших першокласних банкірських домах» (Брандт Б. Ф. Торгово-промисловий кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 1. — СПб.: Тип. В. Ф. Кишбаума, 1904. — С. 76).

⁷¹⁷ Commercial and Financial Chronicle. — 1891. — 3. 1. — P. 13.

країн Європи помітно скоротилася зовнішня торгівля, обсяги експорту-імпорту та операцій на внутрішньому ринку. У Латинській Америці криза торкнулася не тільки Аргентини, але й Уругваю, Бразилії та кількох інших країн. Крім того, у 1893 р. особливо помітною криза стала в Австралії, де перед тим за рахунок британських капіталів почався масовий залізничний бум⁷¹⁸.

Причини кризи 1890 р. сучасники пояснювали по-різному. Найчастіше казали про надто велике надходження англійських капіталів в Уругвай, Бразилію, Австралію та особливо в Аргентину⁷¹⁹. Сьогодні вже очевидно, що криза 1890 року стала черговою циклічною кризою, настання якої було закономірним, як і всіх попередніх криз. Серед особливостей кризи 1890 р. справді можна відзначити надто великі обсяги експорту капіталу в Аргентину, Австралію та інші країни, що спричинило передкризовий бум, а потім дестабілізацію.

Активність наприкінці 1890-х років

Наслідки кризи 1890 р. відчувалися до середини десятиліття: загальна кількість банкрутств у США, Великій Британії, Німеччині та Франції досягла 180 тисяч. Банкрутства і ліквідація слабких підприємств, які не пережили кризу, звільняли місце на ринку для монополістів, значення яких у новому економічному циклі ще більше зросло. Потенційні інвестори накопичували під час спаду вільні капітали, щоб з початком підйому вкласти їх у такі перспективні галузі, як

⁷¹⁸ «Криза, що панує в Мельбурні, поглиблюється з кожним тижнем, незважаючи на настання сезону — середини літа. Відсутність роботи спричиняє бідність серед робітничого класу, адже тисячі не мають роботи. Роздрібні торговці страждають від сильного зменшення збуту, митні надходження продовжують падати. Ринок цінних паперів не показує ніяких ознак поліпшення із самого початку року... У катастрофічному стані залишається ринок нерухомого майна» (Economist. — 1892. — 19. — III. — P. 381; 1893. — 28. I. — P. 99).

⁷¹⁹ Vialles P. La consommation et les crises économiques / P. Vialles. — Paris: Giard et Brière, 1903. — P. 345. «Основну причину утруднень потрібно шукати в надмірно великому кредиті, який був наданий Аргентині європейським капіталом» (Raffalovich A. Les crises commerciales et financieres depuis 1889. — Paris: Guillaumin, 1900. — P. 51).

електротехніка та автомобільна промисловість, що саме почала зароджуватися в той час.

Перехід від післякризової депресії до нового підйому відбувався нерівномірно. Перші ознаки підйому стали помітними в Російській імперії, де швидко розвивалася важка промисловість, в яку інвестували великі французькі та бельгійські капітали. У 1893 р. докризові обсяги виробництва були досягнуті й перевищені в Німеччині, а у Великій Британії поживавлення в економіці почалося в 1895 р.

Однак на той час ключова роль уже перейшла від Англії до США, основній рушійній силі світової економіки. Але там промисловість у 1894 р. ще залишалася у пригніченому стані. Деяке поживавлення намітилося тільки в 1895 р., коли у вугледобувній і металургійній промисловості був досягнутий і перевершений докризовий рівень виробництва. Перехід економіки США до нового підйому одразу ж вплинув на Європу. Збільшення попиту з боку США стимулювало зростання виробництва у британській металургійній промисловості, а в деяких галузях — у німецькій та французькій промисловості. «Без сумніву, насамперед це поліпшення відбулося внаслідок підвищення цін у США»⁷²⁰.

Причини цього поживавлення були пов'язані з технологічними інноваціями (особливо в електротехнічній і хімічній галузях промисловості), які стимулювали заснування численних нових підприємств і появу на ринку їхніх цінних паперів. Збільшення споживання призвело до формування нових товарних ринків, а розширення загальносвітової транспортної мережі залізниць, особливо у віддалених від Європи регіонах світу (колоніальних або напівколоніальних у той час), розширило можливості збуту продукції нових підприємств. Безпрецедентне зростання транспортної мережі, що потребувала вугілля, рейок та інше обладнання, стимулювало підйом у гірничодобувній і металургійній промисловості — «нині першорядній галузі», поживавлення в якій «відобразилося також в інших галузях промисловості». Це поживавлення «зі Сполучених Штатів і Німеччини», де воно проявилось найбільше, згодом «поширилося на весь... світ»⁷²¹.

⁷²⁰ Iron Age // Economist. — 1896. — 2. 1. — P. 25–26.

⁷²¹ Экономический обзор 1900 р. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 365–372.

Однак наприкінці 1895 р. виявилось, що пожвавлення в американській промисловості було штучним і мало спекулятивний характер — на ринок викинули накопичені нерелізовані запаси продукції металургійної промисловості, і це створило тільки видимість підйому. Реальне пожвавлення в промисловості США почалося тільки в 1897 р., і після цього загальний економічний підйом набув світових масштабів. У Великій Британії пожвавлення почалося із запізненням у 1898 р., але це був «рік справжнього процвітання промисловості»⁷²².

Особливість нового світового підйому кінця 1890-х років була в тому, що залізничне будівництво (яке раніше завжди було основною рушійною силою економічного зростання) у передових країнах вже відійшло на задній план. Тому основною причиною нового підйому у США та Німеччині стало розширення основного капіталу промислових підприємств. Особливо швидко зростала електротехнічна промисловість, яка виробляла обладнання для електростанцій, трамвайних ліній тощо.

На межі двох століть стрімко збільшувалися обсяги світової торгівлі⁷²³. Це було пов'язане із процесами економічної та фінансової глобалізації, з будівництвом залізниць в Азії, Африці, Південній Америці та Австралії, але головним чином з інтенсивністю експорту капіталу. У 1892–1902 рр. основні учасники світової економічної системи — Англія, Франція, Німеччина та США — інвестували в інші країни 30–40 млрд франків.

Такі великі капітали не тільки прискорювали економічне зростання у країнах — реципієнтах інвестицій, але й розширювали основу циклічного підйому кінця 1880-х років. Крім того, до середини 1890-х років завдяки інтенсифікації сільського господарства нарешті вдалося подолати світову аграрну кризу, яка тривала близько двох десятиліть.

⁷²² Commercial History and Review of 1898 // Economist Supplement. — 1899. — P. 1.

⁷²³ З 56,8 млрд марок в 1883 р. до 62,9 млрд в 1891 р. і 79,2 в 1900 р. Середньорічний приріст становив 0,76 млрд в 1891 р. і 1,82 млрд в 1900 р. (Wagemann E. Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft. Grundlagen einer weltwirtschaftlichen Konjunkturlehre / Wagemann E. — Berlin: R. Hobbing, 1931. — S. 389).

Безпрецедентна акумуляція капіталу наприкінці XIX ст. стала причиною збільшення емісії цінних паперів, яка зросла з 45 млрд франків у 1871–1875 рр. до 60 млрд у 1896–1900 рр.⁷²⁴ (з них залізничних і промислових цінних паперів — на 28,2 млрд франків, паперів кредитно-фінансових установ — на 6 млрд франків; решта — папери інших компаній). Загальносвітовий обсяг інвестицій у торгово-промислові підприємства й залізниці був приблизно вдвічі більше.

Значна частина капіталів, залучених в емісію цінних паперів, була використана для біржової спекуляції. Зокрема, в Німеччині в 1897–1899 рр. емісія цінних паперів становила близько 7 млрд марок за три роки. За один тільки 1899 р. випуск промислових акцій досяг 516 млн марок, з них реальні інвестиції в промисловість не перевищували 450 млн марок. Оскільки через підвищений попит курс розміщення акцій був майже на 60 % більше номіналу, загалом завдяки цим акціям зібрали понад 850 млн марок, з яких близько 400 млн отримали банки та біржові гравці. Цей приклад показує, наскільки велика частина капіталів витрачалася на спекулятивні операції, посилюючи напруженість на фінансовому ринку.

Значно зросла засновницька активність⁷²⁵, для чого потрібне було збільшення обсягів кредитних капіталів. Така експансія кредиту (вірна ознака буму, за яким неодмінно настає криза) цього разу виявилася особливо стрімкою. У 1899 р. промисловий підйом був максимальним; але максимальною стала і напруженість на товарному та фінансовому ринках. Здавалося, що попит починає випереджати пропозицію — і на товари, і на капітали.

Разом зі зростанням купівельної спроможності збільшувався попит на найважливіші види промислової продукції як на внутрішніх ринках, так і в міжнародній торгівлі. «Перетворення оборотних капіталів на основні та відволікання їх у віддалені країни», а також «на непродуктивні цілі» не мог-

⁷²⁴ У попередні десятиліття емісія була суттєво нижчою — 31 млрд в 1876–1880 рр.; 22,3 млрд в 1881–1885 рр.; 40,4 млрд в 1886–1890 рр.; 40,4 млрд в 1891–1895 рр.

⁷²⁵ У Великій Британії кількість заснованих акціонерних товариств зросла з 12,1 тис. у 1886–1890 рр. до 14,8 тис. у 1891–1895 рр. і 25,1 тис. у 1896–1900 рр. У Німеччині за ці роки кількість заснованих компаній становила 1027, 634, 1389, у Франції — 2301, 2917, 5029 (Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. — М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. — С. 543, 703, 762, 801).

ло не створити «стиснутого становища грошового ринку, на якому стала відчуватися нестача вільних капіталів, що мало наслідком надзвичайне підвищення процентної ставки, особливо для короткотермінового кредиту». До всього цього додавалася «надмірна біржова спекуляція», насамперед із промисловими паперами нових гірничодобувних і металургійних підприємств⁷²⁶.

Мабуть, про цей час писав наприкінці XIX століття бельгійський поет Еміль Верхарн (1855–1916): «Жар біржових боїв, гарячка, пристрасть наживи, Молитов про золото незлічимий хор, Блиск одержимих очей... З розуму зводить на біржах Мрія про золото, неси́та мрія!»⁷²⁷.

Спад і криза 1900 р.

Коли почалося «посилене стиснення кредиту», воно породило «страх і недовіру». Адже «один із основних чинників, які спричиняють кризи, це торгово-промислове пожвавлення, яке проявляється в розширенні виробництва». Це поєдналося «з одного боку, з перетворенням маси обігових капіталів у постійні; а з іншого боку, супроводжувалося порушенням відповідності цін на сировину й напівфабрикати цінам на готові вироби». Тому в 1899 р. у «знаючих колах» вже чулися розмови про появу ознак «кризи, що насувається»⁷²⁸.

⁷²⁶ Экономический обзор 1900 р. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 365–372.

⁷²⁷ Ще Верхарн писав про «палаючий погляд, полохливі рухи, і думки в голові про мільйони». Про страх банкрутства, коли довіряють «суть афер своїх лише таємниці записників», тому що навколо тільки «обман і злість» (Верхарн Э. Города / Э. Верхарн. — <http://lib.ru>).

⁷²⁸ Серед цих ознак було не тільки «надзвичайне обтяження вексельних портфельів у банках» і «непомірне підвищення офіційного дисконту, який німецьким імперським банком був доведений до небувалої за весь час його існування норми в 7 %, але й наближення надвиробництва». Ціни на готову продукцію «не підіймалися відповідно до бурхливого підвищення цін на сировину й напівфабрикати», а це свідчило про відставання попиту на готову продукцію від «попиту підприємців на засоби виробництва». З початку 1899-го по початок 1900 р. попит на будівельні матеріали в Німеччині продовжував зростати, збільшившись на 12 %, але попит на готові об'єкти не тільки не збільшився, а навіть знизився на 2,3 % (Экономический обзор 1900 р. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 366).

Перша хвиля фінансової кризи почалася влітку 1899 р. у Російській імперії, де підйом кінця 1890-х був особливо бурхливим завдяки іноземним інвестиціям у важку промисловість. До вересня біржова паніка досягла свого максимуму. Ці події прискорили наближення кризи в інших країнах. Панічні настрої охопили всі світові біржі. Причина цього — «поширене всюди грошове стиснення», інакше кажучи — дефіцит грошей, а також підвищення вартості кредиту в Нью-Йорку та значне зниження золотого запасу Банку Англії⁷²⁹. Загальний стан світового фінансового ринку в цей час характеризувався «повсюдним подорожчанням капіталу» в 1900 році⁷³⁰.

На початку 1900 р. настав перелом в американській металургійній промисловості — ціна на метал зменшилася в 1,5 раза, а виробництво скоротилося на 30 %. На біржах середній курс промислових акцій знизився з 75 доларів у вересні 1899 р. до 56 доларів у вересні 1900 р. В інших країнах у першій половині 1900 р. пожвавлення середини 1890-х ще тривало, а перелом намітився в другій половині року: «настав застій, а в деяких галузях промисловості навіть зворотний рух»⁷³¹.

⁷²⁹ Торгово-промышленная газета. — 1899. — 17 дек. Ставка в США підвищилася в 1899 р. до 11,1 % (у 1898 р. вона була 2,4 %), в Англії — до 6 % (у 1898 р. 4 %), у Німеччині ставку Рейхсбанку підвищили до 7 %. «Виникла напруженість грошового ринку, якої Німеччина не знала десятиліття» (Loeb E. Die Berliner Grossbanken in den Jahren 1896 bis 1902 / E. Loeb // Die Störungen im dt. Wirtschaftsleben während dj. 1900 ff. Bd. 6. — Leipzig, 1903. — S. 294).

⁷³⁰ Це підтверджують зміни котирувань приватного дисконтування векселів, «які є щодо цього чутливим барометром, що вірніше відображає фактичний стан речей, ніж офіційний обліковий відсоток центральних банків». У Берліні приватний дисконт знизився з 3,81 % у 1890 р. до мінімального рівня 1,62 % у 1894 р., після чого почалося стійке зростання до 4,40 % у 1900 р. У Лондоні дисконт знизився з 3,50 % у 1890 р. до мінімуму — 0,92 % у 1895 р., після чого почав підвищуватися і досяг 3,64 % у 1900 р. (Экономический обзор 1900 р. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 365–372).

⁷³¹ До економічних чинників, що наближають кризу, додалися політичні ускладнення 1900 року. Війна в Південній Африці призвела до припинення видобутку золота, а оскільки південноафриканські родовища золота були на той час найважливішим, це спричинило виникнення дефіциту золота на світових ринках. А заворушення в Китаї, найбільшому споживчому ринку товарів, експортованих з Європи та США, стали причиною скорочення сукупного експорту всіх країн з 1899 по 1900 р. на 182 млн руб. (Экономический обзор 1900 р. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 366).

До середини червня 1900 р. криза поширилася в Німеччині⁷³², де «була підірвана довіра навіть до найсолідніших банків, до ощадкас... Уся перенапружена споруда німецької кредитної системи загрожувала обвалом»⁷³³. Почалася паніка та масове вилучення вкладів, і тільки втручання Рейхсбанку, який за один тиждень надав 392 млн марок, врятувало інші основні банки. Скорочення виробництва відбувалося в цей час також у Франції та Великій Британії. «Немає жодної галузі англійської промисловості, яка не постраждала б від підвищення вартості виробництва через дорожнечу вугілля»⁷³⁴.

«Перелом у ході промислових справ, що настав у 1900 році», раніше за все і найсильніше проявився на біржі — «цьому самому чутливому органі економічного організму». Швидко поширилися «побоювання, що наближається кінець надзвичайно сприятливої кон'юнктури, яка панувала п'ять років без перерви», і вони позначилися «насамперед на біржових цінностях. Публіка, яка в роки промислового підйому розпродавала цінності з певним доходом і кинулася на дивідендні папери»⁷³⁵, спершу стала ставитися до них з побоюванням, а потім почала «спішно збувати їх, щоб повернутися до державних фондів і облігацій, які після довгого застою знову пішли в хід»⁷³⁶.

Коли почалося загальне зниження курсів акцій, світові біржі мали значні втрати: Берлінська — 1524 млн марок, Віденська — 2967 млн крон. Паризька біржа тільки лише на 9 основних цінних паперах втратила 253,5 млн франків (особливо великі були втрати на російських металургійних акціях, на які різниця між вищим курсом на початку року й

⁷³² Ще в травні збанкрутувало декілька найбільших німецьких банків — Pommeranbank-Gruppe (Pommersche Hypotheken-Aktienbank), Berlin und Meklenburg Strelitzsche Hypothekenbank, у червні — Dresdner Kreditanstalt und Leipziger Bank.

⁷³³ Helfferich K. Der deutsche Geldmarkt 1895 bis 1902 und Der Kurzfristige Kredit. Die Kreditbanken und Die Krisis (Vereins für Socialpolitik. Vol. 110) / K. Helfferich. — Berlin, 1903. — S. 75–77.

⁷³⁴ Commercial History and Review of 1900 // Economist Supplement. — P. 1.

⁷³⁵ Біржовими цінностями тоді називали цінні папери, дивідендні (акції) та процентні (облігації). Фондами називали державні облігації на відміну від облігацій підприємств.

⁷³⁶ Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 367.

нижчим наприкінці коливалася в діапазоні 300–1200 франків за акцію). Скоротилася також емісійна діяльність⁷³⁷.

У Європі вплив кризи відчувався майже у всіх країнах. Крім Німеччини, де спад став особливо глибоким після попереднього промислового буму, кризи не уникли країни, які менше брали участь у недавньому підйомі, зокрема Франція та Австрія. В Австро-Угорщині надвиробництво і наступна криза відчувалися у всіх галузях промисловості (металургійній, машинобудівній, деревообробній, цукровій тощо), де почалися масові звільнення. У Бельгії криза торкнулася машинобудівної й текстильної промисловостей; її вплив відчувався у Голландії та Норвегії. «Торговельна й промислова криза, що лютує в Європі, не оминула також і Швейцарію. Її наслідком на грошовому ринку стало швидке падіння курсів акцій», почалися утруднення в промисловості, скоротилися доходи залізниць⁷³⁸. Вплив кризи був помітним у країнах Латинської Америки, а також в Австралії. Криза 1900 р. стала першою, що торкнулася Японії, де сповільнилося зростання залізничної мережі (у 1901 р. воно було майже втричі менше, ніж у 1898 р.); експорт скоротився на 5 %, імпорт — на 11 %⁷³⁹.

Таким чином у 1900 році «настав кінець всьому торгово-промислому пожвавленню» у розвинених країнах «почи-

⁷³⁷ Загальна сума всіх емісій на світових ринках у 1899 і 1900 рр. мало відрізнялася та навіть трохи зросла з 11,2 млрд франків до 11,8 млрд, однак характер емісійних операцій змінився. Частка облігацій, пов'язаних із державними й муніципальними позиками збільшилася з 22,1 % від загального обсягу емісії в 1899 р. до 40,4 % у 1900 р. А капітали, вкладені в залізничні й промислові папери, у 1900 р. помітно зменшилися до 59,56 % усіх емісій, на відміну від 72,34 % усіх емісій в 1899 р. Ця тенденція була пов'язана з тим, що інвестори стали надавати перевагу паперам з фіксованим доходом, а інтерес до акцій послабшав (Экономический обзор 1900 р. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 369).

⁷³⁸ L'Economiste Francais. — 1902. — 9. XI. — P. 637–638.

⁷³⁹ Після перемоги у війні з Китаєм (1894–1895 рр.) Японія одержала військову контрибуцію 350 млн єн, що прискорило загальний підйом кінця 1890-х років. До цього часу Японія вже мала достатньо зв'язків зі світовою фінансовою системою, щоб відчувати на собі вплив кризи 1900 р. З кінця 1898 — початку 1899 р. почалися перші утруднення в економіці, а в 1900 р. криза в Японії стала явною, особливо в текстильній промисловості, у той час найбільш розвиненій. Втім, торкнулася криза і важкої промисловості, яка тільки зароджувалася (виробництво чавуну скоротилося на 46 %, суднобудування на 27 %) (Мировые экономические кризисы 1848–1935 гг. [Ред. Е. Варга], Т. 1–3. Сравнительные материалы по истории кризисов в важнейших капиталистических странах. — М.: Огиз, 1937. — С. 269–278).

наючи з 1895–1896 рр.» — пожвавленню, «яке ані масштабами, ані тривалістю... не мало собі рівного в економічній історії Європи»⁷⁴⁰. Особливістю кризи 1900 р. було те, що вона відбувалася вже в час поширення фінансового капіталізму, за умов монополізації виробництва та виникнення великих синдикатів (таких як «сталевий трест» U. S. Steel). Показовим було і те, що першою криза почалася у важкій промисловості Російської імперії, яка була тоді великим реципієнтом іноземних інвестицій.

Період зростання 1905–1907 рр.

З початку XX ст. інтервали між циклами підйомів і криз стали коротшими, ніж у попередньому столітті, і становили в середньому сім років. У цей час фінансової глобалізації та виникнення світового фінансового ринку значно посилилася взаємна залежність усіх його учасників, що створювало нові можливості, але водночас посилювало загальну нестабільність і напруженість на глобальному фінансовому ринку.

Наслідки кризи 1900 р. відчувалися до 1903 р. У середині 1901 р. ринки цінних паперів і капіталів переживали період, який «найкраще характеризується загальною... недовірою. Усі найголовніші... біржі, разом з нью-йоркською, охоплені цією недугою, яка не тільки відображається на їхній діяльності, але й спричиняє повсюдно... небувале знецінювання дивідендних паперів», що призводить до «міжнародної курсової кризи»⁷⁴¹.

Протягом більшої частини 1904 р. в Англії тривала промислова й фінансова депресія, «що тяжіє над нею із часу південноафриканської війни», і тільки в останні місяці 1904 р. намітився поворот до пожвавлення, хоча 1905 рік багато

⁷⁴⁰ Экономический обзор 1900 р. // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 7. — С. 365.

⁷⁴¹ «Налякана до крайньої межі публіка втратила... спокій, який вона близько року зберігала щодо коливань курсів біржових паперів, і повсюдно поспішає викидати свої папери на ринок з побоювання подальшого їхнього зниження, забуваючи, що ця поспішність є новим стимулом для курсового зниження». А «місцева спекуляція користується цим, щоб зіграти на зниження, і відшкодувати собі таким чином втрати на паперах» (Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 27. — С. 43).

хто також називав «незадовільним»⁷⁴². «В Англії економічне становище протягом усього звітного року було ще більш незадовільним, аніж у 1903 році... В економіці Франції та Австро-Угорщини досі спостерігалися безрадісні явища... Найсприятливішою була картина в Німеччині»⁷⁴³. У той час як Німеччина вже в 1902 р. вийшла із кризи, у Великій Британії вона виявилася зтяжною⁷⁴⁴. Загалом навіть і в 1904 р. стан світової економіки усе ще був депресивним, особливо в США, де до осені 1904 р. тривала у гострій формі промислова криза, яка почалася в 1903 р. і помітно скоротила виробництво.

У період між кризами 1900 р. і 1907 р. особливо швидко зростав експорт капіталу. Англія інвестувала в інших країнах близько 415 млн фунтів, Німеччина — 861 млн фунтів, Франція — 767 млн фунтів. США все ще залишалися реципієнтом капіталу, переважно британського, але вже почали його реекспорт у Мексику та Канаду⁷⁴⁵.

Зростання світової торгівлі було на початку XX ст. безпрецедентним⁷⁴⁶, однак темпи акціонерного засновництва на початку XX ст. знизилися⁷⁴⁷. Водночас дивіденди акціонерних

⁷⁴² Commercial History and Review of 1904 // The Economist Supplement. — London, 1905. — P. 1.

⁷⁴³ Calwer R. Das Wirtschaftsjahr jahresbericht iiber den wirtschaftsund arbeitsmarkt / R. Calwer. — Jena, 1904. — Teil II. — S. 1.

⁷⁴⁴ «Важкий податковий тягар, який ми змушені нести, негативно впливає на купівельну спроможність населення, тому що в напруженні перебувають державні та місцеві податки; спричинене цим скорочення попиту на товари у свою чергу зменшує попит на працю, прирікає більшу, ніж звичайно, частку трудящих на безробіття, а багатьох працюючих на знижену заробітну плату» (Commercial History and Review of 1904 // The Economist Supplement. — London, 1905. — P. 1).

⁷⁴⁵ До 1909 р. загальний обсяг американських інвестицій в інших країнах досяг 2 млрд доларів (зокрема 500 млн у Канаді, близько 700 млн у Мексиці) (Dunn R. American Foreign Investment / R. Dunn. — New York: B. W. Huebsch and the Viking Press, 1926. — P. 2).

⁷⁴⁶ Обсяг операцій у поточних цінах зріс із 13,5 млрд доларів у 1883 р. до 18,5 млрд у 1900 р. і 27,0 млрд у 1907 р. Темпи річного приросту становили 1,4% у 1882–1891 рр., 2,6% у 1891–1900 рр., 5,2% у 1900–1907 рр. Темпи збільшення експорту становили в Англії 1% у 1890–1900 рр., 5,6% у 1900–1907 рр.; у США в ці самі роки — 4,7% і 3,9%; у Німеччині — 3,3% і 5,8%; у Франції — 1,1% і 3,8%. Збільшення темпів зростання експорту особливо помітне в Англії та Франції.

⁷⁴⁷ У Великій Британії в 1886–1890 рр. було засновано 12,1 тис. товариств, у 1896–1900 рр. — 25,1 тис., у 1903–1907 рр. — 22,4 тис. У Німеччині в ці роки — 1,0 тис., 1,5 тис., 0,8 тис.; у Франції — 2,3 тис., 5,0 тис., 2,4 тис. товариств.

компаній збільшувалися⁷⁴⁸. Як і під час попередніх підйомів, більшою ставала експансія кредиту (особливо в 1903–1907 рр. у США й Німеччині; Англія щодо цього значно відставала). Однак загалом обсяги кредиту були меншими, ніж перед кризою 1900 р⁷⁴⁹.

Світова емісія цінних паперів помітно зросла з 60,0 млрд франків у 1896–1900 рр. до 93,5 млрд франків у 1903–1907 рр. (приріст 56%). Найбільше зростання було на облігаційному ринку⁷⁵⁰. Збільшення емісій цінних паперів було тісно пов'язане з експортом капіталу, тому не випадково збільшення емісій на початку XX ст. торкнулося саме облігаційного ринку. В Англії та Франції, основних експортерів капіталу, 70–75% становили зовнішні емісії; у Німеччині, де експорт капіталу був менш розвинений, — 57%. Хоча Англія та Франція за темпами зростання виробництва в цей час уже відставали від США й Німеччини, як експортери капіталу вони все ще лідирували.

Паніка 1907 р.

Разом із наближенням чергової кризи 1907 р. у США «ціни та вартість життя зростали швидше, ніж у будь-який період минулого покоління»⁷⁵¹. У Німеччині «становище таке, начебто

⁷⁴⁸ Дивіденди найбільших гірничодобувних і металургійних компаній Німеччини зросли в 1902–1906 рр. з 7 до 12%, металургійних — з 6 до 11%, хімічних — з 11 до 17%.

⁷⁴⁹ Сумарний обсяг кредитних операцій банків у Великій Британії становив 519 млн фунтів у 1889 р., 683 млн у 1900 р. і 727 млн у 1907 р. (приріст 32% у 1893–1900 рр. і 7% у 1900–1907 рр.). У Франції в ті роки — 923 млн франків, 1683 млн, 1834 млн (приріст 82% і 9% відповідно). У США — 4198 млн доларів, 6631 млн і 9032 млн (приріст 58% і 36%). У Німеччині — 2894 млн марок, 6525 млн, 11 347 млн (приріст 126% і 74%).

⁷⁵⁰ Сумарний обсяг державних і муніципальних позик збільшився за ці роки на 80% (з 15,3 до 27,6 млрд франків), конвертованих позик — на 115% (з 10,5 до 22,6 млрд франків). Обсяг цінних паперів фінансово-кредитних установ (переважно банків) зріс на 38% (з 6,0 до 8,3 млрд франків), промислових і залізничних компаній — на 24% (з 28,2 до 35,0 млрд франків).

⁷⁵¹ «Зростання було найвищим на такі товари, як сталь і свинець, виробництво яких в США в основному контролює одна велика корпорація. Найпомітніше це в мідній промисловості із часу організації в 1899 р. Amalgamated Copper Company з капіталом в 153 млн доларів... У 1904 р. середня ціна фунта міді була лише 13,1 цента, на початку 1907 р. — 25,8 цента... Зростало сильне невдоволення дорожнечою життя. Справді основна частина населення, зокрема

це не період блискучого процвітання, а, скоріше, європейська війна або аналогічна подія стихійної руйнівної сили»⁷⁵². В Англії в 1907 р. «високі ціни на продовольство перешкоджали попиту на товари, що задовольняють не найосновніші потреби, а також предмети комфорту. Це має бути врахованим для пояснення перелому кон'юнктури, що настав на початку другого півріччя»⁷⁵³.

Головний епіцентр кризи 1907 р. знаходився у США, де біржовий бум підігрівався європейськими капіталами, які вкладали в спекулятивні операції. У гру з цінними паперами було залучено близько 500 млн доларів британських кредитів і близько 300 млн доларів кредитів, виданих американськими банками. У США заборонили підвищувати понад 6 % ставку на кредити з певним терміном, але це обмеження не поширювалося на кредити на вимогу, які використовували для фінансування біржових спекуляцій. Крім того, для участі в біржовій грі нью-йоркські банки використовували депозити провінційних банків (близько 45 % усіх депозитів). Це прискорювало наближення кризи, і багато хто тоді вважав, що банки більше обслуговують біржову спекуляцію, аніж промисловість.

Напруження на світових фінансових ринках почало відчуватися з кінця 1906 р. В Англії процентну ставку підвищили з 4 % наприкінці 1905 р. до 6 % наприкінці 1906 р., у Німеччині з 6 % до 7 %, у банках США з 5,8 % до 6,3 %. Потім стало помітним зниження курсів акцій (за рік у середньому на 6–10 %). За таких обставин у другій половині 1906 р. американська залізнична компанія Union Pacific почала велику гру на підвищення, піднявши дивіденд із 6 до 10 %, після чого за одну добу курс акцій компанії зріс на 35 пунктів. Щоб створити ажіотаж на біржі, компанія почала скуповувати

низькооплачувані робітники та службовці, а також особи з невеликим фіксованим доходом, змушені були звикати до рівня життя нижчого, ніж звичний» (Noyes A. D. *Forty years of American finance* / A. D. Noyes. — N. Y.: G. P. Putnam's Sons, 1909 (reprint: Ayer Publishing, 1980). — P. 315–316, 318–319).

⁷⁵² «Вже торік широкі верстви населення були не раді високій кон'юктурі, тому що в результаті здорожчання життя вони втрачали все те (і, мабуть, навіть більше), що вони одержали як додатковий дохід у результаті доброго економічного становища. З того часу стало не краще, а тільки гірше» (Feiler A. *Das Ende der Hochkonjunktur. Rückblicke auf das Wirtschaftsjahr 1907* / A. Feiler. — Frankfurt a/M.: Neuer Frankfurter Verlag, 1908. — S. 4–5).

⁷⁵³ *Commercial History and Review of 1907* // *The Economist Supplement*. February 1908. — P. 1.

акції залізниць, використавши для цього близько 130 млн доларів, після чого загальний обсяг операцій з акціями на Нью-Йоркській біржі досяг 284 млн доларів. Однак у вересні середні курси акцій знову почали знижуватися, що зовсім не входило в плани тих, хто вів гру на підвищення. Під загрозою опинилися величезні капітали, вкладені нью-йоркськими банками в біржову гру. Для забезпечення стабільності банків на допомогу прийшло казначейство США. Усе це створило підвищений попит на золото, і з Європи в США перетекло золота на 36 млн доларів. Відтік золота в США викликав занепокоєння в Банку Англії, який підняв ставку до 6 %, та попередив інші лондонські банки, що ставка буде ще більше підвищена, якщо банки не припинять враховувати американські векселі. Однак гра на підвищення в США не вдалася, і курси залізничних акцій почали знижуватися — спершу повільно, а потім усе швидше й швидше. Біржова криза почалася в США в березні 1907 р. Тільки лише за один день 13 березня акції знецінилися на 20 %, збитки від зниження курсової вартості досягли 2 млрд доларів⁷⁵⁴.

Всі вважали, що епіцентр кризи 1907 р. був у США, однак на Берлінській біржі стрімке падіння курсів почалося раніше, ще 1 березня. «Недовіра серед власників промислових паперів настільки зростає, що почався колосальний масовий продаж акцій, внаслідок чого падіння курсів на біржі на 6–10 % було... звичайною справою»⁷⁵⁵. З одного боку, на німецькій біржі безперечно впливало падіння курсів цінних паперів, яке почалося в Америці. З іншого боку, у Німеччині вже й без того відбувся перелом у підйомі на ринку цінних паперів і на біржах. «Навесні 1907 р. була пройдена вища точка підйому»⁷⁵⁶.

⁷⁵⁴ Reibnitz K. Die New Yorker Fondsbörse ("Stock Exchange"), ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung / K. Reibnitz. — Jena: G. Fischer, 1912. — S. 70, 96.

⁷⁵⁵ Calwer R. Das Wirtschaftsjahr 1907 / R. Calwer. — Jena, 1907. — Teil I. — S. 250.

⁷⁵⁶ «Почалося, як звичайно, з обмеження будівництва... У великих містах, особливо в Берліні та містах Рейнсько-Вестфальської області, будували менше, ніж у попередньому році... Скорочення обсягів будівництва вело до зменшення споживання балок і незабаром до проблем на ринку заліза загалом. Уже в перші місяці року відзначалося зниження попиту й збуту напівфабрикатів... Коли вибухнула криза в США, активність торговельного життя Німеччини вже декілька місяців знижувалася» (Esslen J. Konjunktur und Geldmarkt, 1902–1908 / J. Esslen. — Stuttgart: J. G. Cotta, 1909. — S. 27–29).

У березні 1907 р. у Великій Британії також почалося падіння курсів акцій. 20 березня ціни гірничодобувних і промислових паперів були вже на 11 % нижче, ніж місяць тому. Найбільше падіння торкнулося курсів акцій американських залізниць на Лондонській біржі, які знизилися з 20 лютого по 20 березня на 12 %. Зниження курсів цінних паперів почалося в Австро-Угорщині та інших європейських країнах.

А в жовтні 1907 р. у США була нова хвиля паніки, пов'язана цього разу з акціями мідних компаній. Нова спроба гри на підвищення, почата United Copper Company, виявилася невдалою, і з 14 по 16 жовтня курс акцій цієї компанії знизився з 60 до 10 доларів⁷⁵⁷. Паніка на Нью-Йоркській біржі тривала до кінця жовтня. Вартість кредиту збільшилася зі звичайних 6 % до 130 %. До листопада акції залізничних компаній знецінилися на 34 %, промислових компаній — на 40 %. Вартість 70 основних промислових акцій, яка на початку 1907 р. дорівнювала 3128 млн доларів, знизилася до кінця жовтня до 1522 млн доларів. «Тривога, спричинена переважно панікою в Нью-Йорку, поширилася у всій країні». «Скрізь налякані вкладники стали раптово висувати вимоги своїм банкам; банки також скрізь проявляли недовіру один до одного; провінційні банки викачували гроші з міських; усі банки всієї країни вимагали повернення сум, наданих Нью-Йорку як вклади чи позики»⁷⁵⁸.

Порушилася вся система грошового обігу. «Дезорганізація грошового обігу проявлялася в обмеженні видачі готівки банками та у випуску кредитних сертифікатів... у спробах винайти сурогати... готівки»⁷⁵⁹. Загалом таких сурогатів грошей випустили на суму понад 500 млн доларів.

Почалося масове «вилучення вкладів з банків і трастових компаній... Довіра публіки виявилася повністю підірваною... Практично всі банки США були змушені припинити платежі готівкою». Після цього «майже у всіх великих містах (зокрема в Чикаго), де це раніше ніколи не практикувалося, були випущені в обіг сертифікати розрахункових палат.

⁷⁵⁷ Hasenkamp A. Die wirtschaftliche Krisis des Jahres 1907 in den Vereinigten Staaten von Amerika / A. Hasenkamp. — Jena: G. Fischer, 1908. — S. 13–14.

⁷⁵⁸ Sprague O. History of Crisis under the National Banking System / O. Sprague. — Washington: Government Printing Office, 1910. — P. 259.

⁷⁵⁹ Andrew A. Substitutes for Cash in the Panic of 1907 / A. Andrew // The Quarterly Journal of Economics. — 1908, August. — Vol. 22. — P. 497–498.

Заробітну плату видавали в багатьох випадках сертифікатами розрахункових палат, а за готівку платили премію в 3–4 %⁷⁶⁰. Після цього довелося втрутитися уряду. Той не тільки збільшив готівкові кошти приватних банків, вклавши депозити казначейства майже на 230 млн доларів, а також підтвердив готовність допомогти банкам за допомогою випуску державних боргових зобов'язань на суму майже 150 млн доларів⁷⁶¹. «Ця допомога уряду посилила полювання за золотими резервами Європи. Раніше воно велось тільки американським приватним капіталом, а тепер фінансистами всієї країни... У цьому було дещо тривожне для Європи», тому що кошти, надані американським урядом, були більше, «ніж сукупність всіх золотих резервів Банку Англії та німецького Рейхсбанку, і приблизно в 4 рази більше фактичного вивозу золота з Європи»⁷⁶².

Це не зупинило хвилю банкрутств у США⁷⁶³, і паніка заспокоїлася лише після того, як 24 жовтня з ініціативи Моргана й Рокфеллера створили консорціум, який надав банкам кредит на 35 млн доларів. Втім, не можна забувати, що ці гроші були надані на умовах, вигідних для Моргана (вартість цього кредиту становила для різних банків від 10 до 50 %).

Для британського фінансового ринку «це був найбільш неспокійний і тривожний період після 1873 р. внаслідок жакливої паніки, яка сталася у вівторок 22 жовтня в Нью-Йорку... Майже негайно за панікою почалися нескінченні американські спроби скупити європейське золото, яке мало замінити кредит і зрештою забезпечити поновлення платежів готівкою»⁷⁶⁴. Під час кризи інвестори масово позбувалися американських цінних паперів, так само масово пред'являли до сплати євро-

⁷⁶⁰ Commercial History and Review of 1907 // The Economist Supplement. — 1908, February. — P. 7.

⁷⁶¹ 142,3 млн доларів.

⁷⁶² Schumacher H. Die Ursachen der Geldkrisis / H. Schumacher. — Dresden, Zahn & Jaensch. 1908. — S. 57–59.

⁷⁶³ За час кризи 1907–1908 рр. у США банкрутами стало 312 кредитно-фінансових компаній з боргами 356 млн доларів, 31 залізнична компанія із загальним капіталом 610 млн доларів, а також 27,4 тис. різних торгово-промислових компаній з боргами 420 млн доларів (Statistical Abstract of the United States. — Washington: US Government Printing Office, 1912. — P. 327).

⁷⁶⁴ Commercial History and Review of 1907 // Economist Supplement, 1908. — P. 7.

пейські векселі, які були в американців. За дорученням банків зі США скуповували золото в Лондоні, щоб забезпечити його приплив в Америку⁷⁶⁵.

У другій половині 1907 р. криза посилилася в інших країнах Європи. Вплив подій цього року відчувався на Амстердамській біржі, де на початку жовтня виникла паніка⁷⁶⁶. А 17 жовтня почалася криза в Гамбурзі, найсильніша після 1856 р. Потім хвиля банкрутств прокотилася в інших фінансових центрах Німеччини. «Справи на Європейському континенті різко погіршилися. Біржові кризи, які почалися в Єгипті, Токіо та Генуї, показали, як далеко поширилася зараза американської спекуляції. На початку жовтня сталися серйозні банкрутства в Амстердамі... А безпосередньо за ними відбулася серія великих банкрутств у Гамбурзі, Бремені та інших частинах Німеччини... У листопаді почалися ще дві фінансові кризи у Чилі та Португалії, кожна з них супроводжувалася різким знеціненням валют»⁷⁶⁷.

⁷⁶⁵ У листопаді-грудні чистий імпорт золота в США був понад 106 млн доларів (85 млн надійшло з Англії). З 19 вересня по 7 листопада запаси золота Банку Англії скоротилися на 27 %. Для зменшення відтоку золота банк із 30 жовтня по 6 листопада тричі підвищував процентну ставку з 4,5 до 7 %. Інші центральні банки в Європі також підвищували ставку — Австро-Угорський банк із 5 до 6 %, Німецький Рейхсбанк із 5,5 до 7,5 %. Знижувати ставку Банк Англії почав із січня 1908 р., і до кінця місяця вона досягла 4 %.

⁷⁶⁶ У листопаді-грудні чистий імпорт золота в США був понад 106 млн доларів (85 млн надійшло з Англії). З 19 вересня по 7 листопада запаси золота Банку Англії скоротилися на 27 %. Для зменшення відтоку золота банк із 30 жовтня по 6 листопада тричі підвищував процентну ставку з 4,5 до 7 %. Інші центральні банки в Європі також підвищували ставку — Австро-Угорський банк із 5 до 6 %, Німецький Рейхсбанк із 5,5 до 7,5 %. Знижувати ставку Банк Англії почав із січня 1908 р., і до кінця місяця вона досягла 4 %.

«Вже у 1906 р. став помітний хронічний дефіцит грошей через зжавий попит на них усередині країни та за кордоном, що тривав і в 1907 р. Можна було почути загальні скарги на занепад справ і послаблення купівельної спроможності широких мас... Становище ускладнювалося спекулятивними інвестиціями в американські залізничні й промислові папери, часом сумнівної цінності... Швидке падіння курсів американських цінних паперів не могло не принести найтяжчих втрат голландській біржі. Почалася паніка, яка спричинила серйозне падіння солідних внутрішніх паперів тютюнових і нафтових компаній». Після першого різкого падіння курсів навесні 1907 р. восени відбулося друге падіння, коли зникло «багато слабких спекулятивних фірм» (Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1907. — Jena: G. Fischer, 1908. — S. 20).

⁷⁶⁷ Commercial History and Review of 1907 // Economist Supplement, 1908. — P. 7.

Напруженість на фінансових ринках послабшала до весни 1908 р.; пік фінансової кризи був подоланий. Однак курси акцій продовжували знижуватися — в Англії найнижча точка цього падіння була тільки в березні 1909 р.

Новий цикл підйому та криза 1913 р.

Наступний цикл підйому та кризи 1913 р. виявився ще коротшим, ніж попередній — напруженість на світових фінансових ринках зростала прискореними темпами через підвищення загальної політичної напруженості напередодні початку Першої світової війни в 1914 р.⁷⁶⁸

Після виходу із кризи 1907 р. спостерігалася ще сильніша, ніж в перші роки ХХ ст. тенденція до монополізації виробництва та поглинання великими компаніями дрібних. «Яка боротьба йшла в цьому [1908] році! Боротьба всіх проти всіх... Між виробниками й споживачами; між галузями, що поставляли сировину, і галузями, які її переробляли. Між окремими підприємствами й комплексами підприємств; між “чистими” та змішаними підприємствами. Боротьба між фабрикантами й торговцями, між банками й промисловістю, між тими, хто шукав кредит, і тими, хто його надавав. Боротьба між великими й малими, між індивідуальними капіталістами та союзами капіталістів»⁷⁶⁹.

Політична напруженість у міжнародних відносинах гальмувала вихід з депресії й початок нового підйому. Дрібні й слабкі компанії продовжували розорятися, більші швидше виходили з кризи, позбуваючись від непотрібних їм конкурентів або поглинаючи їх. Однак обсяги виробництва залишалися зменшеними, і на фінансових ринках з’являлося більше вільного капіталу, який ніде було інвестувати.

Процентні ставки в основних фінансових центрах світу стали знижуватися після проходження найбільш гострої фази попередньої кризи 1907 р. Здешевлення кредиту разом із

⁷⁶⁸ Загроза загальноєвропейської війни виникала в 1908–1910 рр. декілька разів під час регіональних конфліктів між Німеччиною й Францією, Австро-Угорщиною й Сербією тощо.

⁷⁶⁹ Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. — Jena: G. Fischer, 1914. — S. 28.

достатніми обсягами вільного капіталу створили умови для нового підйому. Він почався в різних країнах неодноразово. Першими досягли докризового рівня виробництва США та Франція (у 1909 р.), потім Німеччина (1910 р.) і Велика Британія (1911 р.).

У зрілій британській економіці гальмування зростання стало в той час вже явним, хоча Англія залишалася лідером у фінансових послугах і масовому експорті капіталу⁷⁷⁰. Розширення експорту капіталу, який давав більший прибуток, ніж інвестиції в промисловість, посилювало гальмування економічного зростання, тому що відтягувало значні ресурси від інвестування усередині країни, уповільнюючи нагромадження капіталу усередині Англії.

Однак новий підйом виявився не таким інтенсивним, як попередній. Обсяг світового промислового виробництва в 1890–1900 рр. мав середньорічні темпи приросту 2,8%, у 1900–1907 рр. — 4,8%, у 1907–1913 рр. — 2,4%⁷⁷¹. Оскільки капіталізм набував фінансового характеру, емісія цінних паперів у цьому підйомі значно зросла і досягла за 1908–1912 рр. 104 млрд франків порівняно з 71 млрд у 1903–1907 рр. Особливо збільшився випуск державних і муніципальних облігацій (з 28 млрд франків у 1903–1907 рр. до 37 млрд у 1908–1912 рр.).

Але акціонерне засновництво не було активним⁷⁷². Сповільнився і темп зростання кредитних операцій банків⁷⁷³.

⁷⁷⁰ Обсяг чистого експорту капіталу, що становив напередодні кризи 1907 р. 133 млн фунтів, знизився в 1909 р. до 103 млн фунтів і повернувся до докризового рівня в 1910 р. (136 млн фунтів), після чого стабільно зростав до 171 млн фунтів в 1911 р., 186 млн в 1912 р., 198 млн в 1913 р. (Cairncross A. K. Home and Foreign Investment 1870–1913 / A. K. Cairncross. — Cambridge: Cambridge University Press, 1953. — P. 180).

⁷⁷¹ У Німеччині, яка в цей час швидко розвивалася, цей показник був відповідно 5,1%, 4,5%, 2,5%. В Англії, де зростання сповільнилося — 2,1%, 1,1%, 0,9%. При цьому споживання знижувалося, тому що в 1913 р. вартість життя значно збільшилася у порівнянні з 1896–1897 рр. (в Англії на 18%, у Франції на 11%, у США на 37%, у Німеччині на 38%).

⁷⁷² У Німеччині капітали заснованих акціонерних компаній в 1909–1913 рр. досягли 1171 млн марок (1552 млн у 1903–1907 рр., і 1998 млн у 1896–1900 рр.). В Англії — 843 млн фунтів (612 млн у 1903–1907 рр., 1341 млн у 1896–1900 рр.).

⁷⁷³ У Німеччині в 1893–1900 рр. він становив 108,4%; у 1900–1907 рр. — 74%, у 1907–1913 рр. — 34%. У США — відповідно 58, 36 і 33%. У Франції кредитні операції Французького банку зросли в 1907–1913 рр. на 24%,

Почасти із цієї причини біржового буму під час підйому 1910–1913 рр. практично не було. Максимальний рівень курсів акцій у 1913 р. у Лондоні виявився лише на 3 % більше, ніж у 1907 р. (у Берліні — лише на 0,6 %, у Нью-Йорку — навіть на 7 % нижче). У 1912 р. на Нью-Йоркській біржі продали акцій лише на 131 млн доларів (у 1906 р. на 284 млн, у 1909 р. — на 215 млн)⁷⁷⁴.

Перші ознаки наближення нової кризи з'явилися на початку 1913 р., а під кінець року криза стала загальносвітовою. Важко сказати, чи встигла ця криза проявитися повністю, чи її перервав початок Першої світової війни⁷⁷⁵. У 1913 р. на фінансових ринках не було якогось бурхливого краху, порівнянного з подіями 1907 р., як не було і промислового спаду, порівнянного з 1900 р. або 1907 р. Коли в жовтні 1912 р. почалася перша балканська війна й виникла погроза військового конфлікту між Росією та Австро-Угорщиною, на біржах у Відні, Берліні та Парижі виникла нетривала паніка й зниження курсів акцій. Особливо помітною ця дестабілізація стала в Австро-Угорщині. «Курси акцій на біржі швидко падають, емісійний банк відчуває сильне напруження, надходження платежів через кордон загальмувалося; нові кредити одержати неможливо; банкрутства зростають; промисловість відчуває нестачу замовлень... усі обмежують закупівлю товарів через непевність у завтрашньому дні»⁷⁷⁶. Відчувалися наслідки подій на Балканах навіть у США — з 10 по 24 жовтня європейські інвестори почали позбуватися від американських цінних паперів, викинувши на Нью-Йоркську біржу великі їхні пакети загальною вартістю 30–40 млн доларів, що призвело до загального зниження курсів.

Напруження на фінансових ринках наприкінці 1912 р. було вірною ознакою наближення чергової циклічної кризи. «Становище на світовому грошовому ринку залежить цього

в акціонерних банках Англії — на 17 %, що було значно нижче, ніж під час попередніх підйомів.

⁷⁷⁴ Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 3 / Л. А. Мендельсон. — М.: Мысль, 1964. — С. 211, 218.

⁷⁷⁵ Початок війни сам по собі створив кризу на біржах і фінансових ринках, але ця криза мала іншу природу, вона не була пов'язана із циклами підйомів і спадів ринкової економіки.

⁷⁷⁶ Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. — Jena: G. Fischer, 1914. — S. 132.

разу головним чином від економічних чинників... майже у всіх країнах є прагнення обмежити кредити»⁷⁷⁷. Ця напруженість, що проявлялася у високому рівні процентних ставок, падінні курсів акцій, зменшенні оборотів бірж, загальному скороченні емісій цінних паперів, існувала весь 1913 р.⁷⁷⁸.

Оскільки до біржового буму в 1911–1912 рр. справа так і не дійшла, біржовий спад не мав гострих форм. Однак курси акцій промислових компаній на Нью-Йоркській біржі знизилися з вересня 1912 р. по червень 1913 р. на 18%. Обороти біржі також знизилися — кількість проданих акцій зменшилася зі 131 млн доларів у 1912 р. до 83 млн у 1913 р. і 38 млн за перше півріччя 1914 р. На Берлінській біржі курсова вартість знизилася на 1,5 млрд марок, на Лондонській біржі — на 3,8 млн фунтів⁷⁷⁹.

Емісії цінних паперів зменшилися в США з 2254 млн доларів у 1912 р. до 1646 млн у 1913 р. Найбільше скоротилася емісія паперів промислових компаній — з 459 млн доларів у 1912 р. до 228 млн у 1913 р. і 106 млн у 1914 р. В Англії емісії державних і залізничних позик залишилися на колишньому рівні, а от випуск акцій промислових компаній скоротився зі 108 млн фунтів у 1912 р. до 74 млн у 1913 р. У Німеччині емісії паперів промислових компаній в 1913 р. скоротилися на 37%, у той час як випуск державних і муніципальних позик навіть збільшився. У Франції випуск паперів торговельних і промислових компаній також зменшився на 50%. При цьому кількість банкрутств постійно зростала⁷⁸⁰.

⁷⁷⁷ «У деяких країнах, наприклад у США, спостерігається зростаюча нестача грошей... Банківські депозити в США зменшуються, понадлімітні резерви впали майже до рівня кризового періоду 1907–1908 рр... дорожнеча життя, загострення становища на грошовому ринку, напружені відносини між великими державами спричиняють багато тривоги: чи не перебуваємо ми на межі переходу від високої кон'юнктури до спаду?» (Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1912. — Jena: G. Fischer, 1913. — S. 628–630, 650).

⁷⁷⁸ У США ставка зросла з 4,6% у грудні 1911 р. до 6,0% у грудні 1912 р., залишаючись на такому рівні весь 1913 рік. У Великій Британії ставка трималася на рівні 4,8% (вище вона була тільки під час криз у 1873 і 1907 рр.). У Франції — на рівні 4,0% (раніше вона була такою високою тільки в 1876 р.). У Німеччині ставка в 1913 р. становила 5,9%, майже стільки, скільки під час кризи 1907 р.

⁷⁷⁹ Торгово-промышленная газета. — 1914. — 7 янв. — С. 1.

⁷⁸⁰ У США — з 15,5 тис. у 1912 р. до 16,0 тис. у 1913 р. і 18,3 тис. у 1914 р. У Німеччині також було більше банкрутств, ніж навіть під час криз 1900 і 1907 рр.

Фінансова криза продовжувала поширюватися незважаючи на відсутність бурхливих проявів, хоча ще в травні в 1913 р. біржова преса оцінювала стан ринків загалом оптимістично. «Навіть балканська війна, яка спалахнула восени 1912 р. і стала причиною біржової паніки у всіх світових центрах, не могла затримати підйому. Загалом картина світового господарства залишалася досить задовільною»⁷⁸¹.

Справді, кінець 1912 р. і початок 1913 р. можна було вважати періодом підйому, який усе ще тривав. Однак це вже була та стадія підйому, коли виробництво ще росте незважаючи на приховане надвиробництво, але криза вже дозріла, і перші її ознаки проявлялися у сфері кредиту та на біржах.

Найраніше криза розпочалася в США, де стала найбільш помітною. До другої половини 1913 р. вона охопила не тільки Англію, США, Німеччину й Францію, а й відчувалася в інших країнах. У Японії напруженість на фінансовому ринку тривала весь 1913 р., а кризовий перелом стався наприкінці року. Якщо 1912 р. був у японській економіці часом процвітання, то з вересня почали відчуватися проблеми на фінансовому ринку, що тривали весь 1913 р. Зрештою вони переросли в економічну кризу і застій у торгівлі в 1914 р., посилений потім війною. «Японія в цей час переживає найважчий період економічної депресії», економічна причина якої була тією самою, що в інших країнах, — надвиробництво за умов обмежених ринків збуту продукції⁷⁸². Вплив кризи відчувався також навіть у країнах, віддалених від світових фінансових центрів — у Єгипті, Цейлоні, на Кубі.

Криза 1913 р., ускладнена передвоєнним зростанням міжнародної напруженості, за географічним охопленням стала світовою. Втім, у деяких країнах вона не встигла повністю проявитися через війну. Початок військових дій у серпні 1914 р. став зрозумілою причиною паніки в банках і на біржах, і так дві різні за причинами кризи частково накладалися одна на іншу.

⁷⁸¹ «Дезорганізація торгівлі та припинення платежів внаслідок оголошення мораторію торкнулися, звісно, всіх держав, що вели торгівлю з Балканами, і спричинило в окремих випадках банкрутства торговельних фірм. Але всі ці обставини були надто несуттєві для того, щоб серйозно змінити господарське становище нейтральних держав. Таким чином, вплив балканських подій обмежився біржею й грошовим ринком, які стали ареною великих пертурбацій та пережили період досить напруженого стану; а промислова діяльність основних країн залишилася майже без змін» (Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1913. — № 21. — С. 374).

⁷⁸² The Economist. — 30. V. 1914. — P. 1335.

Лондон: епіцентр глобалізації

Глобальна імперія

До початку XX ст. глобальна Британська імперія була найбільшою у світі за площею і чисельністю населення. З одного боку, рушійною силою британської експансії став банальний імперіалізм, про який так багато говорили і писали в ті роки. З іншого боку, з цією експансією була пов'язана віра британців у те, що вони несуть на інші континенти цивілізацію та британську систему цінностей. Питання, чи підходила британська система цінностей мешканцям колонізованих країн, тоді не виникало — мабуть, британці вважали, що всі повинні (і можуть) йти тим самим шляхом, як вони.

Британську імперію (як колись Римську) багато хто у світі сприймав позитивно, тому що вона не тільки вкладала капітали в інших країнах, будувала там дороги і морські порти, але й створювала нові можливості для підприємницької діяльності. Захищеність приватної власності та вільна торгівля стали тим нематеріальним продуктом, експортованим британцями у всьому світі, який виявився не менш важливим, ніж британський капітал. На практиці це означало, що, поки Британія «правила морями», будь-яка людина будь-якої національності могла безпечно дістатися куди завгодно в межах безкрайньої глобальної імперії, а також доправити туди власні товари й капітали.

Справді, створення «британського світу» (Pax Britannica) мало на меті не тільки захоплення нових земель з їхніми природними ресурсами (що було б надто примітивно для творців цієї імперії), а й надихалося вірою у свою цивілізаційну місію. Вірою в глобальний світ, заснований на ліберальних і демократичних цінностях, — а в ідеалі глобальний світ саме таким і має бути, а не якоюсь загальносвітовою диктатурою. Важливе місце в системі цих цінностей займали ідеї вільної торгівлі — адже саме вони допомогли британській економіці стати ефективною в XIX столітті.

Транснаціональна економічна система Британської імперії була основою загальносвітової торговельної й фінансової мережі. Функціонування цієї системи підтримувалося спільнотами британських емігрантів — людей, що не тільки говорять англійською мовою, але й поділяють певні загальні переконання й цінності, зокрема пов'язані із британськими уявленнями про свободу торгівлі.

Загальносвітові процеси масової міграції, які почалися ще в період вільної торгівлі, були особливо активними в Англії наприкінці XIX — початку XX століття⁷⁸³. Крім економічних причин (вигідна робота в країнах, де швидко розвивалася економіка, — США, Канаді, Австралії та інших) були також соціально-психологічні причини цієї міграції — потреба в «розширенні обрії» і пошуку нових можливостей.

Ця потреба часто вже виникала раніше в більш давніх глобальних імперіях, коли в людей з'являлася можливість жити далеко за межами своєї батьківщини⁷⁸⁴. Але мігрантами ставали економічно й соціально найбільш активні члени суспільства, тому масова міграція ставала вірною ознакою наближення гальмування економічного розвитку країни, яка створила глобальну імперію. Тому що її залишали (і часто назавжди) найкращі. Так було і з Англією в першій половині XX століття.

Мігранти, оселяючись у найвіддаленіших частинах імперії, створювали формальні й неформальні мережі для обміну інформацією. Ці мережі мали транснаціональний масштаб і сприяли активізації інвестиційних потоків у період експорту капіталу. Важливе значення для розширення цих інформаційних мереж і британського впливу в другій половині XIX ст. мали масонські організації, які допомагали своїм

⁷⁸³ Протягом XIX століття загалом з Англії емігрувало 18 млн осіб, а з 1853 до 1920 р. 9,7 млн — з них 4,3 млн у США, 2,4 млн у Канаду, 1,7 млн в Австралію, 0,7 млн у Південну Африку. У 1880-ті роки найпопулярнішою була еміграція в США (1,1 млн); з 1900 по 1910 р. — у Південну Африку (0,3 млн); у 1910-ті роки — у Канаду й Австралію (0,8 і 0,4 млн відповідно) (Cain P. / *Economics and Empire* / P. Cain // *The Oxford History of the British Empire* / ed. Porter A. — 5 vols. Vol. 3. — Oxford: Oxford University Press, 1999. — P. 47).

⁷⁸⁴ Подібна масова міграція відбувалася ще в імперії Олександра Македонського, найдавнішій з відомих нам глобальних імперій. Тоді чимало людей, що розмовляли грецькою мовою, можна було зустріти в Індії або на території сучасного Афганістану — у Греко-Бактрійському царстві.

членам знаходити вигідну роботу та облаштовувати життя у віддалених колоніях⁷⁸⁵.

Масонські організації були не єдиними об'єднаннями, які підтримували існування загальносвітової мережі комерційних, інформаційних та особистих зв'язків. Різні добровільні клуби й товариства також були важливою частиною «британського світу» і британських традицій⁷⁸⁶. Вони впливали в середині XIX століття на формування «джентльменського капіталізму», а наприкінці століття — на виникнення загальносвітової системи експорту капіталу. В її основі були ті самі ідеї «джентльменського капіталізму», що поєднали в собі кодекс честі старої родової аристократії та менталітет британських бізнесменів нового покоління. Оскільки тривалий час експорт капіталу залишався монополією Англії, не дивно, що ідеї вільного ринку мали тут найбільше поширення.

Лондон — фінансовий центр світу

В епоху експорту капіталу Лондон став загальновизнаним фінансовим центром світу. «Які причини змушують інші країни обирати Лондон центром своїх банківських операцій?» Відповідь на це питання була добре відома всім наприкінці XIX століття — «популярність головних банківських домів у Лондоні, відомих у всіх частинах світу»⁷⁸⁷.

Поразка Франції у франко-пруській війні 1870–1871 рр. призвела до того, що позиції Парижу, основного конкурента

⁷⁸⁵ Наприкінці 1880 р. у Британській імперії було 820 масонських лож, розкиданих по всьому світу (Rich P. J. *Elixir of Empire: The English Public Schools, Ritualism, Freemasonry and Imperialism* / P. J. Rich. — London: Regency, 1989. — P. 82–100; Harland-Jacobs J. L. *Builders of Empire: Freemasonry and British Imperialism, 1717–1929* / J. L. Harland-Jacobs. — Chapel Hills: University of North Carolina Press, 2007. — P. 208, 244).

⁷⁸⁶ Докладніше див.: Clark P. *British Clubs and Societies, 1580–1800: The Origins of an Association World* / P. Clark. — Oxford: Oxford University Press, 2000. — P. 388–429, 452–453. Dauntton M. J. *Financial Elites and British Society* / M. J. Dauntton // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 121–146.

⁷⁸⁷ Биржевая беседа. 6 апреля // Финансовое обозрение. — 1874. — № 14. — С. 265.

Лондону у фінансовому світі, помітно послабшали. А після кризи 1873 р. лондонські банки ще більше зміцнили свій вплив — у цьому сенсі криза пішла їм на користь⁷⁸⁸. Завдяки поширенню телеграфу та його використанню для передачі фінансової інформації Лондон утвердився в ролі основного світового фінансового центру. У місті з'являлося більше відділень іноземних банків та інших фінансових компаній. Особливо багато було філій французьких банків, а із Франкфурта (стародавнього фінансового центру, значення якого послабшало після об'єднання Німеччини й початку піднесення Берліну) у Лондон емігрувало багато німецьких фінансистів. Це додало Сіті космополітичних рис, але водночас посилило давнє занепокоєння щодо засилля іноземців серед лондонських банкірів, особливо німецьких євреїв.

У ці роки до Лондону взагалі прибуло багато іноземних підприємців, які займалися міжнародною торгівлею, що додавало Сіті ще більшої респектабельності в очах суспільної думки. Давно пішли в минуле часи, коли фінансистів Сіті вважали авантюристами — адже колись вони не тільки могли реально допомогти інвестору розбагатіти, але й спустошити його кишені ризикованими угодами. Світ потребував фінансового центру, і Лондон успішно зайняв це місце.

В Едвардіанську епоху⁷⁸⁹ вже ніхто не заперечував британське фінансове лідерство, яке досягло свого апогею. «Головна роль, яку відіграє лондонський грошовий ринок стосовно всіх країн... свідчить про те значення, яке надається Англії», тому що «англійський грошовий ринок... є резервуаром, з якого черпають і куди стікаються... усі вільні капітали»⁷⁹⁰.

Британські фінансисти добре усвідомлювали цей факт, і слова «фінансовий центр світу» були не просто красивою фразою, а реальним фактом, про який вони із задоволенням говорили. Адже лондонський Сіті став фінансовим серцем

⁷⁸⁸ Створивши розгалужену мережу філій, що охоплювали всю Англію та Уельс, вони дбали про власне виживання в разі будь-якої кризи або інших фінансових труднощів. Акціонерні комерційні банки Сіті досягли у своїй роботі такого рівня стабільності (а відповідно — і надійності), яку раніше мав тільки Банк Англії.

⁷⁸⁹ Едвард VII був королем Великої Британії з 1901 по 1910 р. Назва «Едвардіанська епоха» символізує розквіт британської могутності.

⁷⁹⁰ Обзор иностранных денежных рынков. Англия // Финансовое обозрение. — 1875. — № 3. — С. 61.

світу не з ласки долі й не тільки внаслідок колоніальної експансії Британської імперії. А ще й завдяки тривалій історії своїх фінансових інститутів, які утворювали складну та не завжди помітну мережу взаємозв'язків, що забезпечувала фінансування всієї глобальної торгівлі. Тому й казали сучасники, що «мешканець Лондону міг за чашкою ранкового чаю замовити телефоном будь-які товари із усіх кінців світу в тій кількості, яка йому потрібна, і ці товари доставляли до порогу його будинку... з такою самою легкістю він міг у будь-який момент помістити свої капітали в будь-яке підприємство в будь-якому кінці світу»⁷⁹¹.

Діловий центр Лондону, Сіті, був не просто історичним центром міста або місцем на географічній карті, а цілим окремим світом фінансистів, який жив власним життям у центрі британської столиці. Це був особливий механізм фінансових взаємозв'язків — а може навіть і не механізм, а живий організм, що сформувався за століття: адже ці зв'язки були між живими людьми, і тому часто мали неформальний характер.

У XIX — першій половині XX ст. поняття «Сіті як історичний центр Лондону» і «Сіті як функціональний фінансовий центр» були взаємозамінні, але надалі фінансовий центр Лондону менше збігався з вулицями в центрі міста. Він ставав віртуальним і вже не був прив'язаний до певного місця⁷⁹².

Спершу Сіті був просто діловим центром, де кількість виробничих і торговельних компаній перевищувала кількість фінансових установ. І лише пізніше, ближче до початку XX століття, Сіті став фінансовим центром, хоча й тоді в ньому переважали офіси компаній, що займалися товарними

⁷⁹¹ Keynes J.M. *The Economic Consequences of Peace* / Keynes J.M. — Los Angeles, Indo-European Publishing, 2010. — P. 5.

⁷⁹² Особливо сильно це проявилось наприкінці XX століття, коли інформаційні технології надали можливість займатися фінансовими операціями в будь-якому місці. Тоді лондонський Сіті остаточно став не стільки місцем, скільки системою зв'язків. Найбільше людей працювало в банках і фінансових компаніях Сіті в 1935 р. — 500 тис., 6 % населення Лондону. Надалі їхня кількість скорочувалася — для виконання того самого обсягу роботи вже не потрібно було стільки людей. У 1866 р. 170 тис. приходили й приїжджали в Сіті щодня на роботу, а постійно жило в центрі 93 тис. осіб (35 %). У 1901 р. з 332 тис. тих, хто працював у Сіті, жило в центрі міста лише 27 тис. (8 %), у 1981 р. з 299,2 тис. працівників жило там тільки 4,7 тис. (2 %). (Michie R. *The City of London. Continuity and Change, 1850–1990* / R. Michie. — L.: Macmillan, 1992. — P. 14).

операціями⁷⁹³. Але при цьому комерційний центр поступово став кредитно-фінансовим. Усі знали, що в Лондоні одержати кредит легше, ніж у будь-якому іншому місці, тому не було сумнівів, що Сіті став фінансовим центром усього світу.

Якщо лондонський Сіті був фінансовим серцем світу, то мозковим центром глобального фінансового ринку були, звичайно ж, британські банкіри. Ця фінансова еліта вважалася верхівкою середнього класу (до родової аристократії банкіри зазвичай не належали), але насправді британські фінансисти утворювали особливу соціальну й професійну групу. Фінансова еліта була сконцентрована в Сіті на площі не більше однієї квадратної милі, де знаходилися їхні банки та компанії⁷⁹⁴. Жили вони також досить компактно в розкішних будинках, розташованих переважно в респектабельних районах Belgravia, Mayfair, Knightsbridge.

В Едвардіанську епоху британські фінансисти усе більше втрачали інтерес до фінансування промисловості, їх приваблювали прибуткові фінансові послуги (особливо міжнародні інвестиції), і це визначило всю архітектуру британської фінансової системи того часу. У центрі цієї архітектури були лондонські біржі — London Stock Exchange (на якій у 1883 р. котирувалося цінних паперів на 6,561 млрд фунтів, у 1914 р. — на 11,263 млрд фунтів), Baltic Mercantile and Shipping Exchange (вони спеціалізувалися на товарних операціях), London Metal Exchange (основний ринок міді, срібла та інших металів), а також найбільший лондонський ринок золота. У лондонському Сіті, крім банків та інших фінансових організацій, знаходилися правління найбільших британських компаній, зокрема залізничних, торговельних, нафтовидобувних, промислових. Сфера діяльності багатьох

⁷⁹³ Серед компаній, розташованих у Сіті, з виробництвом було пов'язано 30 % у 1881 р. і 18 % у 1911 р. (для порівняння — 9 % у 1964 р.), з товарними операціями — 38 %, 27 % і 17 %; із кредитно-фінансовими послугами — 8 %, 9 % і 47 %. Інші компанії мали відношення до обслуговування самого району Сіті як великого фінансового центру (Michie R. *The City of London. Continuity and Change, 1850–1990* / R. Michie. — L.: Macmillan, 1992. — Р. 17, 30).

⁷⁹⁴ На невеликій площі декількох кварталів у центрі британської столиці були зосереджені найбільш впливові на початку ХХ століття фінансові інститути — Банк Англії, Лондонська біржа, страхова компанія Ллойда, а також багато інших великих та добре відомих далеко за межами Англії акціонерних банків і страхових компаній.

із цих компаній охоплювала різні регіони світу й усі континенти — відстань тоді вже втрачала значення. Така щільна географічна концентрація бізнес-еліт не тільки створювала сприятливі умови для ділових та особистих контактів (з усіма ритуалами, які їх супроводжували, такими як розкішні обіди з потрібними людьми), але й формувала сам фінансовий механізм Сіті. Його нелегко описати, але його ефективність роботи була очевидною для всіх, і цього факту вже було достатньо.

Однак, незважаючи на це, наприкінці XIX — початку XX ст. зріла англійська економіка вже не була лідируючою ані за темпами зростання ВВП (поступившись у цьому першості США), ані за технологічними інноваціями і промисловим потенціалом (з початку XX століття лідером у цьому стала Німеччина). Втім, незважаючи на зниження темпів економічного зростання та циклічну нерівномірність розвитку, ключова роль Англії була загальновизнана в міжнародній торгівлі, фінансових послугах і експорті капіталу⁷⁹⁵. Почасти це було пов'язано зі значенням британського фунта як основної резервної міжнародної валюти.

Фінансові послуги та сервісна економіка

В Англії (на відміну від Німеччини) навіть на початку XX ст. переважали порівняно невеликі компанії, які для залучення капіталу використовували переважно ринок цінних паперів. Така орієнтація на невеликі компанії була характерною для всієї історії британського економічного розвитку. Однак у певний момент це почало гальмувати темпи зростання і призвело до нагромадження наприкінці XIX ст. надлишку заощаджень, які потрібно було вигідно інвестувати⁷⁹⁶.

⁷⁹⁵ У 1891 р. у лондонському Сіті було зосереджено близько 700 бухгалтерських і 2000 юридичних фірм, пов'язаних в основному з фінансовими послугами.

⁷⁹⁶ Мабуть, з цієї причини пізніше, у 1920-ті роки, акценти у фінансуванні британської економіки дещо змістилися, і банки під впливом прикладу Німеччини, яка швидко розвивалася на початку XX століття, мали все більший інтерес до фінансування промисловості. До речі, у Німеччині промислові підприємства тоді вже часто хотіли звільнитися від надмірного впливу банків.

Сервісна економіка «фінансового капіталізму», яка сформувалася переважно на півдні Англії та орієнтувалася на фінансові послуги й експорт капіталу, стала логічним результатом загального напрямку розвитку британської моделі фінансового ринку з її орієнтацією на вільну торгівлю та фінансування за допомогою цінних паперів. Інтерес британських інвесторів до колоніальних і міжнародних цінних паперів значно зріс із кінця 1870-х років, що було пов'язане з нагромадженням надлишку заощаджень і підвищеною кількістю вільних капіталів.

Наприкінці XIX століття в Англії значно підвищилося значення сфери фінансових послуг і всього сервісного сектору економіки за умов перенесення промислового виробництва у віддалені колонії з дешевою робочою силою. Розвиток фінансового сектору⁷⁹⁷ став відображенням зрілості британської економіки та збільшення в ній значення сервісного компонента. Він був представлений в той час переважно фінансовими послугами, що пропонувалися банківськими й небанківськими (страховими й трастовими компаніями) організаціями. У швидко зростаючому фінансовому секторі накопичувалися значні вільні фінансові ресурси, що ставали основою для експорту капіталу — як через прямі інвестиції у перенесення виробництва в колонії, так і за допомогою придбання цінних паперів. Усе це перетворило Англію на основного експортера капіталу.

«Ніякі практичні міркування не можуть перешкодити британському капіталу піти в Китай, якщо там можна знайти дешевшу або інтенсивнішу працю... так само вони не можуть перешкодити китайському капіталу та китайській праці вигнати британське виробництво з нейтральних світових ринків»⁷⁹⁸, — писав Д. Гобсон у 1902 р. Це нагадує формування сервісної економіки наприкінці XX століття та масове перенесення промислового виробництва в країни Південно-

⁷⁹⁷ Це наочно показує збільшення зайнятості в сфері фінансових послуг — від 40 тис. у 1871 р. (0,3% усіх працюючих) до 70 тис. у 1881 р. (0,5%), 110 тис. у 1891 р. (0,7%), 150 тис. у 1901 р. (0,8%), 230 тис. у 1911 р. (1,1%) (Cottrell P. L. The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939 / P. L. Cottrell // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 39–62).

⁷⁹⁸ Гобсон Д. Империализм / Д. Гобсон. — М.: Либроком, 2010. — С. 245.

Східної Азії, насамперед у Китай. У цьому сенсі слова Гобсона виявилися пророчими.

Справді, якщо на першій стадії формування колоніальних імперій виробництво було зосереджене в метрополіях, а в колонії вивозилися товари, то на наступній стадії товари ставало вигідніше виробляти в колоніях і перевозити їх у метрополію. По суті, в аутсорсингу початку ХХІ століття можна бачити логічне продовження процесів, що розпочалися ще в епоху Британської імперії, але були перервані початком Першої світової війни.

Напередодні війни в Англії тільки 12 % робочої сили було зайнято в сільському господарстві, 38 % — у виробництві й будівництві, 32 % — у сфері послуг⁷⁹⁹. Разом із зростанням значення фінансових послуг і формуванням класу нової фінансової аристократії (яка мала значні капітали і хотіла жити для власного задоволення, витрачаючи ці капітали) значення промислового виробництва знижувалося, роль сфери послуг зростала, а «індустріальні барони» вкладали свої гроші в Індії, Китаї та інших країнах з дешевою робочою силою.

Про клас «фінансових капіталістів», що вкладає свої капітали по всьому світу в пошуках найбільшої вигоди, говорив ще сучасник Д. Гобсон⁸⁰⁰. Влада такої фінансової еліти на початку ХХ століття зростала, і ці «фінансові капіталісти» стали ключовою групою, що приводила в рух усю британську економіку. Д. Гобсон називав «деіндустріалізацією» процеси, що відбувалися в той час, мабуть не повністю усвідомлюючи їхню сутність. Насправді в Англії початку ХХ століття відбувалося (можливо, вперше в історії) формування сервісного, постіндустріального сектору економіки. А це супроводжувався перенесенням виробництва в країни з дешевою робочою силою — насамперед в Індію.

⁷⁹⁹ DeLong J. B. Slouching Toward Utopia? 20th Century Economic History / J. B. DeLong. — <http://www.econ161.berkeley.edu>

⁸⁰⁰ Hobson J. A. Imperialism. A study. / J. A. Hobson. — London: Ann Arbor, 1968. — P. 151, 313–314.

Експорт британського капіталу

Після того як у XIX столітті Велика Британія акумулювала значний надлишковий капітал⁸⁰¹, який не знаходив застосування усередині країни, вона стала лідером в експорті капіталу. Саме по собі загальне нагромадження національного багатства створювало передумови для виникнення надлишку фінансових ресурсів і експорту капіталу з Англії, яка мала тоді профіцит бюджету 9 % ВВП (до речі, експорт британського капіталу в 1913 р. був активнішим, ніж наприкінці XX ст.)⁸⁰².

Крім того, Англія змогла створити й організувати загальносвітовий ринок фінансових інструментів з високою ліквідністю, взявши на себе функції універсального посередника у фінансових операціях. Це посередництво проявлялося головним чином в організації розміщення великої кількості іноземних цінних паперів, забезпечуючи надходження фінансових ресурсів у різні частини світу.

Обсяг британських капіталів, інвестованих в інші країни, становив у 1851 р. 189,4 млн фунтів, у 1875 р. — 892,5 млн, у 1900 р. — 2371,1 млн, у 1913 р. — 4109,9 млн фунтів — при-

⁸⁰¹ З 1870 по 1914 р. ВВП Англії зріс із 1555 до 2743 млн фунтів із середнім темпом росту близько 2 % за рік. А ВВП на душу населення збільшився за цей час із 37 до 60 фунтів (темп зростання більше 1 % у рік). Темпи зростання ВВП становили 1,84 % у 1870–1880 рр.; 1,10 % у 1880–1890 рр.; 2,82 % у 1890–1900 рр.; 1,57 % у 1900–1910 рр. і 3,30 % у 1910–1914 рр., відображаючи періоди економічних спадів у 1880–1890 рр. і 1900–1910 рр. (Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 56–58. — Table 2.2.1, 2.2.2). Потрібно нагадати, що ВВП в той час ще не розраховували, основним показником був валовий національний продукт — ВВП. Хоча ВВП не тотожний ВВП, загалом ці показники близькі, особливо коли йдеться про динаміку їхніх змін у часі.

⁸⁰² Профіцит бюджету Китаю, що став на початку XXI ст. основним експортером фінансових ресурсів, зріс із +7,2 млрд дол. у 2002 р. до максимального значення +249,9 млрд у 2006 р. (випередивши Японію, яка мала в 2006 р. профіцит бюджету +174 млрд дол.), що становило тільки 2,45 % ВВП (10210 млрд дол. у 2006 р., після чого профіцит почав зменшуватися). У 1980-ті роки, коли профіцит бюджету Японії й Німеччини вважався дуже великим, він становив 5 % ВВП (Bernanke B. *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*. At the Bundesbank Lecture (September 11, 2007 Berlin, Germany) / B. Bernanke. — P. 13–17. — <http://www.federalreserve.gov>).

близно 20 млрд доларів у сучасних цінах⁸⁰³. Більша частина британського капіталу експортувалася в Північну Америку — 34%. У Латинську Америку йшло 17%, в Азію — 14%, у Європу — 13%, в Африку — 11%⁸⁰⁴. Серед основних реципієнтів британських інвестицій були США (20,5%), Канада (10,1%), Аргентина (8,6%), Австралія (8,3%), Індія (7,8%), Південна Африка (6,4%), Бразилія (4,2%), Росія (3,4%)⁸⁰⁵.

Про зниження пріоритетного значення промислового виробництва за умов посилення експорту капіталу свідчить зіставлення динаміки зміни швидкості зростання ВВП, збільшення промислового виробництва та експорту капіталу (таблиця 6). Коливання наведених показників відображають закономірну циклічність економічних підйомів і спадів.

Про сповільнення економічного зростання в зрілій британській економіці свідчать дані щодо збільшення обсягів інвестиційного капіталу (максимальний його рівень, більше 10% ВВП, був з 1780 по 1860 р.). Капіталізація ринку акцій (в % від ВВП) також була максимальною наприкінці XVIII — початку XIX століття. А іноземні інвестиції та експорт капіталу стабільно зростали, особливо наприкінці XIX — початку XX ст. (5% ВВП).

⁸⁰³ Imlah A. *Economic Elements of the Pax Britannica: Studies in British Foreign Trade in the Nineteenth Century* / A. Imlah. — Cambridge (MA): Harvard University Press, 1958. — P. 70–75, Table 4. Edelstein M. *Foreign Investment, Accumulation and Empire, 1860–1914* / M. Edelstein // *Cambridge Economic History of Modern Britain* [ed. R. Floud, P. Johnson]. 3 vols. Vol. 2. *Economic Maturity, 1860–1939*. — Cambridge: Cambridge University Press, 2004. — P. 191–196.

⁸⁰⁴ Simon M. *The pattern of new British portfolio foreign investment, 1865–1914* / M. Simon // Hall A. R. (ed.) *The Export of Capital from Britain, 1870–1914*. — London: Oxford University Press, 1968. — P. 15–44.

⁸⁰⁵ Magee G. B. *Empire and Globalisation. Networks of People, Goods and Capital in the British World, 1850–1914* / G. B. Magee, A. S. Thompson. — Cambridge: Cambridge University Press, 2010. — P. 173. Інвестиції (у млн дол.) в Аргентині зросли від 94,4 у 1865–1879 рр. до 1221,9 у 1900–1914 рр.; в Австралії — від 192,4 до 554,8; Канаді — від 245,5 до 1492,8; у США знизилися від 2038,3 до 1953,3 (оскільки США швидко перетворювалися з реципієнта капіталу на його експортера). Загалом у ці чотири країни з 1865 по 1914 р. експортували британського капіталу на 10 910 млн дол. Якщо в 1865–1879 рр. переважали інвестиції в США (79,29%), потім йшли Канада (9,55%), Австралія (7,48%) і Аргентина (3,67%), то в 1900–1914 рр. інвестиції в США зменшилися до 37,40%. Інвестиції в Канаду становили тоді 26,58%, в Аргентину — 23,40%, Австралію — 10,62% (Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 27. — Table 1.4.1).

Таблиця 6

**Зіставлення динаміки зміни швидкості росту ВВП,
зростання промислового виробництва
і експорту капіталу⁸⁰⁶**

Порівнювані показники	1873–1882 рр.	1882–1889 рр.	1889–1899 рр.	1899–1907 рр.	1907–1913 рр.
Річний приріст ВВП, %	1,9	2,2	1,6	1,2	1,6
Річний приріст обсягу виробництва, %	2,3	1,9	2,3	1,6	1,0
Річний приріст експорту капіталу, %	+ 2,3	+ 31,9	- 8,0	+ 12	+ 80,8

Таблиця 7

**Динаміка змін обсягів інвестицій, експорту капіталу і капіталізації ринку акцій в Англії, 1761–1913 рр.
(в % від ВВП)⁸⁰⁷**

Роки	Інвестиції	Експорт капіталу	Капіталізація ринку акцій
1761–1780	6,9	0,8	1,5
1781–1800	10,4	1,2	2,0
1800–1830	10,3	1,7	1,1
1831–1860	10,4	2,2	0,9
1861–1873	7,2	4,5	0,9
1873–1913	8,5	5,0	0,9

⁸⁰⁶ Cain P. J. Financial Capitalism and Imperialism in Late Victorian and Edwardian England / P. J. Cain // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. — London: Routledge, 1985. — P. 21.

⁸⁰⁷ За даними: Lee C. H. The British economy since 1700: a macroeconomic perspective / C. H. Lee. — London: CUP Archive, 1986. — P. 51.

У середньому річний обсяг експорту капіталу становив 2–6 млн фунтів у 1840-ті роки, 15–20 млн у 1850-ті роки, 35–40 млн фунтів наприкінці 1860-х років, 55 млн на початку 1870-х, більше 90 млн у період з 1875 по 1884 р. Потім до кінця сторіччя цей обсяг коливався в діапазоні 70–85 млн фунтів, поступово підвищуючись. У 1900–1904 рр. експорт капіталу досяг 130 млн фунтів на рік, 145 млн у 1905–1909 рр.; 175 млн у 1910–1914 рр.⁸⁰⁸.

Британський ринок цінних паперів в епоху експорту капіталу

Експорт капіталу помітно стимулював британський ринок цінних паперів. Особливо активною була емісійна діяльність у другій половині 1890-х років. Загальний тренд підвищення на ринках цінних паперів «почався у 1895 р. і посилювався у 1897 р.», коли період «промислового й торговельного добробуту» у промислово розвинених країнах проявлявся «у різних явищах, серед яких не останнє місце займає розвиток емісійної діяльності»⁸⁰⁹.

На Лондонській біржі серед цінних паперів почали домінувати акції, а облігації набували більш другорядного

⁸⁰⁸ Davis L. E. The Export of British Finance, 1965–1914 / L. E. Davis, R. A. Huttenback // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. — London: Routledge, 1985. — P. 35. Обсяг іноземних інвестицій у відсотках від обсягу внутрішніх заощаджень становив 12,3–30,2% у 1850–1859 рр.; 21,5–32,2% у 1860–1869 рр.; 38,0–16,2% у 1870–1879 рр.; 32,2–46,5% у 1880–1889 рр.; 35,3–20,7% у 1890–1899 рр.; 11,2–43,7% у 1900–1909 рр.; 53,3% у 1910–1913 рр. (O'Rourke K. Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy / K. O'Rourke, J. Williamson. — Cambridge: MIT Press, 1999. — P. 209).

⁸⁰⁹ В Англії за перше півріччя 1899 р. сума всіх емісій збільшилася до 88,118 млн фунтів (у 1895 р. вона становила 52,1 млн). З випущених паперів 22 млн становили облігаційні позики (англійські та іноземні); 21,2 млн — цінні папери залізниць; 5,92 млн — папери гірничодобувних компаній (зокрема колоніальних); 5,3 млн — папери фінансових компаній; 2,7 млн — акції металургійних товариств; 1,3 млн — акції електротехнічних товариств (Финансовая хроника. Англия и Соединённые Штаты // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 31. — С. 183).

значення⁸¹⁰. Обсяг придбаних інвесторами нових випусків усіх цінних паперів з 1865 по 1914 р. зріс із 34 млрд фунтів до 192 млрд⁸¹¹. Швидко збільшувалася загальна вартість цінних паперів, які торгувалися на Лондонській біржі (таблиця 8).

Таблиця 8

**Вартість цінних паперів, що торгувалися
на Лондонській біржі⁸¹²**

Вартість цінних паперів	Роки		
	1863	1883	1913
Загальна вартість, млн фунтів	1215,2 (100 %)	3634,3 (100 %)	9547,0 (100 %)
Державні цінні папери, %	76,0	52,0	34,8
Залізничні цінні папери, %	18,5	40,6	43,4
Цінні папери організацій, що надавали фінансові послуги, %	1,1	2,8	6,4

Якщо простежити динаміку змін основних сегментів ринку акцій на Лондонській біржі у другій половині XIX — початку XX століття, то кількість залізничних акцій зросла з 18,5% у 1853 р. до 32,0% в 1873 р., 49,4% у 1893 р. і знизилася до 43,4% у 1913 р. Кількість іноземних і колоніальних акцій зросла за ці роки з 5,7% до 21,4%, залишаючись потім приблизно на одному рівні (21,1% і 21,3% у 1913 р.). Значення акцій британських урядових організацій постійно зменшувалося з 70,2% до 37,8%,

⁸¹⁰ У 1893 р. серед акцій переважали залізничні (49,4%), на другому місці були колоніальні та іноземні акції (21,1%), на третьому — акції британських недержавних установ (18,4%), потім йшли акції банків і фінансових організацій (4%), промислових і комерційних компаній (3,5%), громадських організацій (2,9%), інших емітентів, зокрема гірничодобувних, чайних і кавових компаній (0,7%) (Michie R. The London Stock Exchange. 1-st edition / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 1999. — P. 89).

⁸¹¹ Davis L. E. A. The Export of British Finance, 1965–1914 / L. E. Davis, R. A. Huttenback // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. — London: Routledge, 1985. — P. 48.

⁸¹² Michie R. The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914 / R. Michie. — L.: Allen and Unwin, 1987. — P. 52, Table 2.3.

18,4% і 13,5%. Сегмент акцій банків та інших фінансових установ зріс із 1,1% до 5,0%, 4,0% і 6,4%. Збільшувалося значення паперів промислових і комерційних компаній — з 1,8% і 1,4% до 3,5% і 9,6% у відповідні роки. Сегмент гірничодобувних та інших сировинних компаній, найменш значний на Лондонській біржі, також демонстрував тенденцію до невеликого зростання (з 0,6% і 0,4% до 0,7% і 1,2%)⁸¹³.

Оскільки на Лондонській біржі торгувалися цінні папери з усього світу, «будь-яка країна може позичити гроші на Ломбард-Стріт за певну ціну; деякі країни платять менше, ніж інші, але всі можуть одержати гроші в борг, якщо готові достатньо заплатити»⁸¹⁴. Космополітичний характер Лондонської біржі проявлявся в тому, що кількість іноземних акцій швидко зростає з 35% загального обсягу операцій у 1873 р. до 50% у 1893 р. А в 1914 р. третина всіх світових цінних паперів торгувалася на Лондонській біржі⁸¹⁵.

Столиця рантьє

Відсутність у банкірів Сіті інтересу до фінансування промислових підприємств (ця тенденція проявилася ще на ранніх стадіях індустріалізації), їхня загальна орієнтація на сферу фінансових послуг і короткотермінове кредитування призвели до того, що Лондон перетворився на столицю рантьє, які вкладали капітали у першій половині XIX ст. у державні облігації, у середині сторіччя — у залізничні акції, а наприкінці — в іноземні та колоніальні цінні папери.

Цьому сприяли не тільки реальна потреба колоній та країн, що розвивалися у фінансових ресурсах, а й зниження прибутковості внутрішніх британських цінних паперів. Інвестори, які зазвичай займали консервативну позицію, зрозумі-

⁸¹³ Інтерес інвесторів до цієї групи акцій підвищився після початку видобутку в Південній Африці золота й алмазів у 1890-ті роки (коли виникла мода на kaffir shares, як їх у той час називали), хоча на загальне невелике значення цих паперів на Лондонській біржі ця мода не мала помітного впливу.

⁸¹⁴ Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. — London, 1873 (Reprint. — London: BiblioLife, 2008). — P. 9.

⁸¹⁵ Davis L. Micro rules and macro outcomes: the impact of micro structures on the efficiency of security exchanges, London, New York and Paris, 1800–1914 / L. Davis, L. Neal // American Economic Review. — 1998. — Vol. 88. — № 2. — P. 40–45.

ли, що лондонський ринок цінних паперів пропонує набагато вигідніші інструменти для інвестування — іноземні облігації та акції промислових підприємств. Така тенденція виникла ще в 1870-ті роки, і тоді увагу британських інвесторів привернули німецькі цінні папери. З початку XX століття інвестиції здебільшого вкладали в японські цінні папери, а також в акції залізниць і промислових підприємств, які створювали в колоніях і таких країнах, як США, Канада, Австралія, Аргентина⁸¹⁶. Таким чином лондонський ринок цінних паперів став механізмом для перетворення заощаджень британських інвесторів на прибуткові інвестиції в різних країнах світу.

Значну частину інвесторів, які проявляли інтерес до колоніальних і міжнародних цінних паперів, становили представники політичної еліти, що вкладали свої заощадження в акції колоніальних банків, чайних і кавових плантацій, у будівництво підприємств важкої промисловості в колоніях та у створення там телеграфних і телефонних мереж. Чимало було також і підприємців (переважно з Лондону), які хотіли вкладати заощадження в цінні папери колоніальних компаній, що видобували корисні копалини, споруджували залізниці, канали, порти й доки. Серед різних секторів промисловості, в які інвестували британські капітали, на першому місці залишалися акції залізничних компаній⁸¹⁷.

Підвищеному інтересу до колоніальних і міжнародних цінних паперів, які стали в той час модним напрямом інвестицій, допомагала доступність інформації про ці папери завдяки існуванню в Британській імперії загальносвітової мережі інформаційних зв'язків. Ця інформація регулярно публікувалася в періодичних виданнях загального характеру (*The Times*, *Daily News*, *Morning Post*, *The Standard*, *Pall Mall Gazette*) та спеціалізованих і більше орієнтованих на інвесторів (*The Economist*, *The Empire Review*, *Colonial Quarterly*, *Money*, *Railway Times*, *Standard of Empire*, *Statist* тощо).

⁸¹⁶ За даними 1908 року, тільки 29% інвестиційного портфеля становили англійські цінні папери, решта — іноземні (Cottrell P. L. *The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939* / P. L. Cottrell // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 51).

⁸¹⁷ Британські інвестиції кінця XIX — початку XX століття в Росії були пов'язані переважно з будівництвом Транссибірської залізниці, а також ліній «Харків — Азов» і «Орел — Вітебськ».

Участь індивідуальних інвесторів (через фінансових посередників) в операціях на ринку цінних паперів зростає з 250 тис. у 1870 р. (близько 1,5% дорослого населення із загальної чисельності населення 31,256 млн осіб) до 1 млн у 1913 р. (близько 3,5% дорослого населення із загальної кількості населення 46,649 млн осіб)⁸¹⁸. Якщо в 1870 р. індивідуальні інвестори вкладали свої заощадження переважно в державні та залізничні цінні папери, які вважалися найбільш надійними, то в 1913 р. вони вже проявляли цікавість до широкого діапазону акцій чи облігацій британських та іноземних приватних компаній.

Небанківські фінансові посередники

У створенні інвестиційних потоків суттєве значення мали небанківські фінансові посередники. Від використання ними інноваційних методів в сфері фінансових послуг залежали готовність інвесторів вкладати свої заощадження та обсяг акумульованих капіталів. В Англії серед небанківських фінансових посередників кінця XIX — початку XX ст. переважали страхові компанії.

Страхування було відоме давно⁸¹⁹, воно починалося із простого страхування ризиків втрати майна під час пожеж

⁸¹⁸ Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 153.

⁸¹⁹ Виникнення страхових послуг губиться в глибині століть і пов'язане з договорами морського страхування, коли капітани торговельних кораблів брали позики для придбання товарів під заставу свого судна. Початком XIV століття датуються відомі італійські документи, що підтверджують договори страхування. Це не були страхові поліси в сучасному розумінні, а скоріше різновид кредитів на певних умовах для страхування ризиків. Більшість цих угод була пов'язана з морськими перевезеннями. Згодом ці страхові контракти набули стандартизованої форми. Нові види страхування з'явилися в Лондоні після пожежі 1666 р., коли було знищено понад 13 тис. будинків. Ніколас Барбон першим став пропонувати страхування від вогню, а Едвард Ллойд, засновник однієї з найвідоміших страхових компаній, відкрив свою кав'ярню на Тауер-стріт, де укладав угоди морського страхування. Страхове товариство Ллойда заснували в 1774 р., і воно працювало в будинку Королівської біржі. Спершу це було вільне об'єднання 79 підприємців, що заплатили по 15 фунтів першого пайового внеску і стали довічними членами товариства. Вони ставили свої підписи під договорами страхування, однак

або морських перевезень. Однак незабаром страхувати стали не тільки майно, а й життя, а потім капітали і навіть заплановані прибутки. Нові технології страхування найбільше розвивалися в Англії, звідки вони поширювалися в інші країни. А у другій половині XIX ст. страхові послуги можна було легко отримати вже в багатьох містах Європи.

Страхові компанії вклали з 1870 по 1914 р. 250 млн фунтів у цінні папери, що торгувалися на Лондонській біржі. Частка колоніальних та іноземних цінних паперів становила в інвестиціях страхових компаній 7 % у 1880 р. і 30 % у 1914 р.⁸²⁰. Загалом в активах британських страхових компаній у 1880 р. при загальному їхньому обсязі 155,1 млн фунтів було на 5 млн фунтів державних цінних паперів, на 7,1 млн — інших комерційних і муніципальних цінних паперів, на 4,4 млн — іноземних державних і муніципальних цінних паперів. У 1914 р. при загальному обсязі активів 551,0 млн фунтів — відповідно на 6,1; 44,4; 44,8 млн фунтів⁸²¹.

Ще одним небанківським фінансовим посередником стали поштові ощадні каси (Post Office Savings Bank), створені 17 травня 1861 р. «Це — найважливіше з усього, що зроблене для користі народу»⁸²².

їхня відповідальність була обмеженою. Товариство Ллойда збирало страхові внески в такому обсязі, щоб розплатитися з поточними зобов'язаннями та залишити собі комісійні, які були прибутком товариства.

⁸²⁰ Типовим прикладом є інвестиційна політика Standard Life Insurance Company та її підрозділу Colonial Standard Life. Компанія активно інвестувала фінансові ресурси не тільки в Північній Америці, Австралії, Новій Зеландії, Цейлоні, але й в Угорщині, Єгипті, Китаї, Уругваї (Hall A. R. The London Capital Market and Australia, 1870–1914. — Canberra: Australian National University, 1963. — P. 51, 54. Докладніше див.: Magee G. B. Empire and Globalisation. Networks of People, Goods and Capital in the British World, 1850–1914 / G. B. Magee, A. S. Thompson. — Cambridge: Cambridge University Press, 2010. — P. 226–229).

⁸²¹ Davis L. E. Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914 / L. E. Davis, R. E. Gallman. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 138–139, Table 2.3.9.

⁸²² До цього грошові перекази (що стали основою поштових ощадних кас) були мало поширені, і в Англії було лише дві ощадні каси (у країнах Європи — 11 із часу створення першої ощадної каси в Гамбурзі в 1778 р.). Після цього поштові ощадні каси почали швидко поширюватися не тільки в країнах Європи (у Франції перша така каса була створена в 1881 р.), але й у багатьох британських колоніях, і навіть у Японії. В Англії наприкінці XIX ст. поштові ощадні каси мали 7 млн вкладників (18 % з 39 млн населення) (Три великі акти Гладстона. 1855–1861–1870 // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 37. — С. 387).

Нерівномірність економічного зростання

Після закінчення кризи 1873 р. настав тривалий загальний спад 1880-х років, обтяжений світовими проблемами на ринках агропродукції. «Перехід від поживавлення до застою відбувався в Англії у 80-ті роки ще повільніше, ніж у 70-ті роки. В інших країнах цей перехід супроводжувався проблемами з кредитуванням: так, наприклад, у Франції в 1882 р. відбувся відомий крах Бонту⁸²³; у Сполучених Штатах у 1884 р. повторився залізничний крах, подібний до краху 1873 р., але тільки в слабшій формі. А от в Англії спад хвилі промислового поживавлення взагалі не супроводжувався ніякою кризою»⁸²⁴.

У цей час Велика Британія остаточно перестала бути промисловим лідером. Поширювалося панування монополій, і британські ідеї вільної торгівлі ставали менш популярними. Аграрна криза, здавалося б, далека від проблем промисловості, призвела до зменшення продажів сільськогосподарської продукції, знизивши цим доходи її виробників. Через це вони стали менше купувати промислові товари, а підприємства, що їх виробляли, зазнавали збитків.

Криза 1873 р. стала поворотним пунктом у виникненні дефляційної хвилі, і внаслідок тривалої тенденції падіння цін, спричинених надвиробництвом, почалася хронічна депресія 1880-х років. «Ми вважаємо загальновизнаним фактом, що нагромадження капіталу, яке збільшується в цивілізованих країнах, і породжене цим нагромадженням посилення конкуренції ведуть до зменшення прибутків»⁸²⁵.

В Англії у 1880-ті роки залізниць будували вже набагато менше, тому зростання її залізничної мережі сильно сповільнилося і відбувалося в 26 разів повільніше, ніж у США, і втричі — ніж у Франції. Однак реконструкція вже існуючої мережі у 1878–1885 рр. поглинула 100 млн фунтів інвести-

⁸²³ Поль Ежен Бонту (1824–1904) — французький інженер і підприємець, президент паризького банкірського дому Union générale, із крахом якого пов'язана паніка 1882 р. у Франції.

⁸²⁴ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. — СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. — С. 149.

⁸²⁵ Depression of Trade and Industry. Final Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. — London, 1886. — P. XVI.

цій. Ще більші капітали британські інвестори вклали в будівництво залізниць в інших країнах⁸²⁶, що забезпечувало замовленнями британську промисловість. Тому внаслідок американського залізничного буму початку 1880-х років в Англії «відбулося неймовірне розширення металургійних заводів»⁸²⁷. Почався новий підйом, під час якого «Англія наживалася за кордоном на будівництві не тільки залізниць, але й промислових підприємств (особливо гірничозаводських), електростанцій, трамваїв»⁸²⁸.

Мита та конкуренція з боку Німеччини перешкождали Англії використовувати експорт капіталу для збільшення постачання товарів до США в таких обсягах, як на початку 1870-х років. «Але в Латинській Америці... мільйони Англії забезпечували їй панівне, а часто монопольне становище у постачанні рейок, паровозів, вагонів»⁸²⁹.

Британський капітал наприкінці XIX ст. інвестувався в багато країн Латинської Америки, але Аргентина посідала особливе місце в сфері британських фінансових інтересів. Мабуть, у жодній іншій іноземній державі британські інвестиції не робили «настільки енергійно і водночас необачно», як в Аргентині, де загальний інвестиційний клімат був «несприятливим для розвитку виробництва», валюта знецінювалася, а місцевий уряд «не мав довіри»⁸³⁰. Однак не можна було за-

⁸²⁶ «Крім прокладання нових ліній, в Англії витрачають великі капітали на розширення станцій... За кордоном більшість споруджуваних залізниць забезпечується англійськими матеріалами, а їхнє будівництво ведеться під спостереженням інженерів-англійців» (Commercial History and Review of 1883 // Economist Supplement. — 1884. — P. 26–27).

⁸²⁷ Depression of Trade and Industry. Final Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. — London, 1886. — P. 1.

⁸²⁸ «У 1888 р. в Англії виникло 365 гірничозаводських компаній з капіталом у 52 млн ф. ст. З них тільки 79 з капіталом менше 6 млн ф. ст. були призначені для діяльності в самій Англії; інші компанії були організовані для експлуатації природних ресурсів Північної й Південної Америки, Африки, Австралії» (Economist. — 1889. — 12. I. — P. 38). «Гірничозаводське обладнання та інша техніка експортувалися у великій кількості, завдяки чому машинобудівники наживалися за рахунок спекулятивних інвестицій»; особливо великі замовлення «надходили з Південної Америки» (Commercial History and Review of 1890 // Economist Supplement. — P. 21).

⁸²⁹ Economist. — 1889. — 12. I. — P. 38.

⁸³⁰ Noyes A. Forty Years of American Financial History / A. Noyes. — N.Y.: Putnam, 1898. — P. 157.

перечувати помітних успіхів, досягнутих Аргентиною, і вони приваблювали інвесторів⁸³¹.

У Європі в цей час на ринках цінних паперів і біржах почалася чергова спекулятивна гарячка (тільки на Нью-Йоркській біржі курс акцій з 1884 по 1889 р. зріс більш ніж на 50%). Надлишок капіталів потребував його вигідного вкладання, і потоки інвестицій були спрямовані у видобуток недавно знайдених покладів нітратів у Чилі, у золоті та алмазні шахти Південної Африки та, звісно ж, в Аргентину.

⁸³¹ З 1870 по 1890 р. населення країни зросло удвічі, емігрантами були переважно європейці, серед яких (на відміну від маси незаможних емігрантів у США) було чимало заможних осіб. Приїхавши в нову країну, вони хотіли вкладати свої капітали в розвиток сільськогосподарства. Необхідність будівництва доріг і промислових підприємств була очевидною, все це потребувало інвестицій, і тільки з 1882 по 1889 р. їхній обсяг досяг 1 млрд доларів. Коли в Аргентині в 1881 р. запровадили нову національну валюту, конвертовану на золото, почалося швидке економічне зростання. Інвесторів приваблювали природні ресурси великої країни (зокрема значні площі родючих земель), і в Аргентину потекли потоки іноземних капіталів, так само як і потоки емігрантів. За рахунок еміграції населення країни зросло з 1870 по 1890 р. з 1,8 млн до 3,4 млн. Великі рівнини були простором для масштабних залізничних проєктів, об'єктивно потрібних, щоб з'єднати сільськогосподарські центри зі столицею й морськими портами. У 1880-ті роки в Аргентині почався інвестиційний бум. Іноземні капітали, які вкладали в Аргентину, надходили в основному з Великої Британії та інших країн Західної Європи. За десять років, з 1880 по 1890 р., в Аргентині випустили 50 облігаційних позик (державних і муніципальних) на загальну суму 78 млн фунтів — удвічі більше, ніж у Бразилії, хоча там було вдвічі більше населення, ніж в Аргентині. До цієї суми потрібно ще додати іпотечні папери, випущені в Аргентині на 30 млн фунтів, а також інвестиції в приватні компанії. Загальна сума британських капіталів, вкладених в Аргентину, зросла з 5 млн фунтів у 1885 р. до 23,2 млн у 1889 р. (Marichal C. A century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820–1930 / C. Marichal. — Princeton: Princeton University Press, 1989. — P. 131). Інвестиції були спрямовані переважно в ініційовані державою проєкти, зокрема в будівництво залізниць, портів і модернізацію міст. Наприкінці 1880-х в Аргентині почався спекулятивний і засновницький бум. За декілька років заснували безліч нових компаній, зокрема залізничних. Довжина залізничної мережі з 1870 по 1890 р. збільшилася з 732 до 9000 км. Обсяги кредитів Аргентині зростали так швидко, що почали перевищувати можливості фінансової системи країни виплачувати відсотки за ними. Державний борг Аргентини збільшився в декілька разів, а обслуговування боргу й виплата відсотків за облігаціями також вимагали чималих витрат. Тільки за один 1889 рік обсяг грошей в обігу збільшився на 270 млн доларів. Курс державних облігацій ставав більш нестабільнішим, і в 1890 р. почалася криза (Ford A. G. Argentina and the Baring Crisis of 1890 / A. G. Ford // Oxford Economic Papers. — 1956. — № 8. — P. 127–160).

Однак у 1889 р. на всіх основних фінансових ринках почала відчуватися напруженість. Банк Англії та Рейхсбанк Німеччини, стурбовані посиленням спекулятивного ажіотажу на фінансових ринках, швидко підвищили процентні ставки (в Англії — до 6 %). Кредит подорожчав, ажіотаж одразу за-спокоївся, ринок загальмувався, а курси цінних паперів стали знижуватися. Але збитки інвесторів, які надмірно захопилися вкладенням капіталу під час буму, були неминучими. Криза розпочалася в Німеччині в березні 1890 року, вплинувши на-самперед на біржу та кредитну систему, а згодом поширилася на країни Західної Європи, США, Аргентину, інші держави Південної Америки.

В Аргентині зростання дефіциту бюджету та скорочення іноземних інвестицій призвели до швидкого знецінення національної валюти — песо, та до збільшення ціни на золото. Почався спад залізничного буму, який фінансувався переважно за рахунок британських інвестицій. Відтік золота з Банку Англії та підвищення процентної ставки, спричинені початком кризи в Німеччині, одразу вплинули на Аргентину — виникла хвиля банкрутств, а курси аргентинських цінних паперів на Лондонській біржі стали знижуватися. Британські банки, що емітували ці папери, опинилися в скрутному становищі — вони були перевантажені величезною кількістю цінних паперів, які швидко знецінювалися і не мали збуту⁸³².

Особливо це стосувалося банкірського дому братів Беринг — Baring Brothers & Co⁸³³, одного з найвідоміших і най-

⁸³² В Англії інвестори, що вклали капітали в аргентинські папери, зберігали спокій до 1887 р. Настрій змінився в листопаді 1888 р., коли більше половини привілейованих акцій компанії з водопостачання Буенос-Айреса, які розміщалися банком Берингів й створеним для цього синдикатом, залишилися на руках в андерайтерів. А в 1889 р. британська преса раптом заговорила про кризу в Аргентині. У Лондоні почалася паніка, і експорт капіталу в Аргентину, що досягав свого максимального рівня (23,2 млн фунтів) у 1889 р., скоротився до 17,7 млн у 1890 р. і 5,8 млн фунтів у 1891 р. (Stone I. *The Global Export of Capital from Great Britain. 1865–1914: A Statistical Review* / I. Stone. — N. Y.: Palgrave Macmillan, 1999. — P. 66–67, 378–380).

⁸³³ У 1890 р. банкірський дім братів Беринг (заснований у 1763 р.) вважався найстарішим і одним із найреспектабельніших комерційних банків лондонського Сіті. Беринги входили в коло найбільш заможної фінансової еліти і протягом усього XIX ст. були основними конкурентами Ротшильдів. Банк Берингів займався фінансуванням великих операцій у світовій торгівлі, а також розміщенням іноземних облігаційних позик (у цьому бізнесі Беринги посідали друге місце після Ротшильдів).

більших. Ним було емітовано не менше половини аргентинських і уругвайських цінних паперів на суму 30 млн фунтів (за іншими оцінками ще більше, тільки за один 1888 р. на 28 млн фунтів)⁸³⁴. Загалом у 1880-ті роки Беринги інвестували 42 млн фунтів в аргентинські акції та облігації. Більшість із них потім так і не вдалося продати, і Берингам залишалося лише згадувати девіз їхньої династії — *Virtus in arduis* («Стійкість перед труднощами»).

У березні 1890 р. національний банк Аргентини та провінційний банк Буенос-Айресу опинилися на межі банкрутства⁸³⁵. Стан економіки ускладнювався ще й неврожаєм зерна, а також політичною революцією влітку 1890 р. У фінансових колах Буенос-Айресу почалася паніка, що одразу ж вплинуло на власників аргентинських цінних паперів. А найбільшим із них був банк братів Берингів.

Колапс банкірського дому відбувся в листопаді 1890 р., коли йому довелося призупинити платежі. Справа ускладнювалася тим, що цей банкірський дім був тісно пов'язаний з Банком Англії — власником великого пакета цінних паперів Берингів. А золоті запаси Банку Англії знизилися з 22,5 млн фунтів у квітні до 18,6 млн на початку листопада, після чого процентну ставку довелося підвищити з 3 до 6 %. У Лондоні почалася загальна паніка — здавалося, що крах усієї фінансової системи неминучий. І тільки своєчасне втручання з боку Банку Англії та всього лондонського банкірського співтовариства допомогло уникнути катастрофічних наслідків для британської (а можливо, навіть і світової) фінансової системи.

Якби Беринги встигли розмістити всі аргентинські папери, переклавши на плечі інвесторів тягар боргів за південно-американськими облігаціями, то криза в далекій Південній

⁸³⁴ Economist. — 1890. — VII. 12. — P. 891.

⁸³⁵ У травні минав останній термін сплати відсотків за позиками. Уряд намагався за будь-яку ціну зібрати необхідні капітали, продавши декілька прибуткових залізничних ліній британцям, але це не допомогло розв'язати проблеми бюджету, а тільки спричинило політичний скандал. 26 липня 1890 р. президент Хуарес Сельман пішов у відставку, і його місце зайняв віцепрезидент Карлос Пеллеріні, але сплатити відсотки за зовнішніми позиками уряд не мав можливості. У листопаді міністр фінансів звернувся до Берингів як основних фінансових партнерів із проханням організувати розміщення нової позики, але на той час у Берингів справи йшли не дуже добре, і вони вже нічим не могли допомогти (Ziegler P. The Sixth Great Power: Barings, 1762–1929 / P. Ziegler. — L.: Harper Collins Publishers Limited, 1988. — P. 243).

Америці не настільки вплинула б на могутній лондонський банкірський дім. Але Берингам не вдалося цього зробити, що створило серйозні проблеми для їхнього банку, і він опинився на межі краху⁸³⁶. Крім того, банк Берингів видав на значні суми кредити іншим банкам, залізничним компаніям і торговим домам.

Коли стало ясно, що становище банку Берингів нестабільне, з 11 по 15 листопада 1890 р. таємно організували рятувальну операцію, якою керував Вільям Ліддердейл, управляючий Банку Англії. Аналіз стану балансу Берингів показав, що їхній банк потребує термінової допомоги, 8–9 млн фунтів. Ліддердейл швидко зібрав потрібну суму (більшу її частину надали в борг Ротшильди, 3 млн фунтів — Банк Франції й 1,5 млн — уряд Російської імперії)⁸³⁷. Ліддердейлу вдалося створити гарантійний стабілізаційний фонд (у ньому взяли участь усі великі банки лондонського Сіті) на випадок банкрутства й ліквідації компанії Baring Brothers & Co. Така інноваційна практика створення гарантійного стабілізаційного фонду виявилася досить ефективною й надалі застосовувалася під час усіх фінансових криз⁸³⁸.

Проблеми в банку братів Берингів спричинили шок в англійському суспільстві не тільки через суми очікуваних

⁸³⁶ Оскільки банк Берингів був основним партнером уряду Аргентини, він розміщував аргентинські позики в інших банках Європи, тому через нього пройшло аргентинських паперів на 27 млн фунтів із загального їхнього обсягу 78 млн. Крім того папери ще на 5 млн фунтів були розміщені через зареєстровані в Англії компанії (Western Railway of Santa Fe — 1 млн фунтів, 1887–1889 pp.; Curamalan Land Company — 0,5 млн, 1888 p.; Buenos Aires Water Supply and Drainage Company — 3,5 млн, 1888 p.; якраз перед кризою планувалося розмістити ще на 6,5 млн паперів останньої компанії) (Orbell J. Baring Brothers & Co., Limited: A History to 1939 / J. Orbell. — L.: Baring Brothers & Company, 1995. — P. 51).

⁸³⁷ Ліддердейл намагався одержати допомогу від британського уряду. Спершу ці спроби виявилися безуспішними, але 14 листопада, коли ситуація стала особливо напруженою, на нараді міністрів ухвалили рішення, що британський уряд бере на себе половину будь-яких збитків, які можуть виникнути в Берингів протягом наступної доби. Це допомогло стабілізувати ситуацію.

⁸³⁸ Загалом у цей фонд зібрали 17 млн фунтів. З них 1 млн надав Банк Англії, Glynn, Mills & Co (провідний приватний банк Сіті) і N. M. Rothschild & Sons — по 500 тис. фунтів. Інші великі приватні банки внесли по 100–250 тис. фунтів. Основні акціонерні комерційні банки (National Provincial Bank, London & County Bank, London and Westminster bank) внесли по 750 тис. фунтів кожен (Clapham J. The Bank of England. A History. 2 vols. V. 2. 1797–1914 / J. Clapham. — Cambridge: CUP Archive, 1958. — P. 333).

втрат, але й тому, що Беринги вважалися лідерами у фінансовому світі ще тоді, коли Ротшильди тільки починали свій бізнес і займалися дрібною торгівлею. Новина про те, що Baring Brothers & Co на межі краху, вразила фінансові кола Сіті — ніхто не міг навіть припустити таке щодо найстаршого й найбільшого банку. Лондонські фінансисти одразу зрозуміли масштаби ризику, як і те, до чого може привести колапс банку Берингів — через нього щодня проходили значні фінансові потоки, і його падіння привело б до банкрутства багатьох інших лондонських банків, пов'язаних із Берингами. Зазвичай вважають, що під час банківських криз насамперед страждають дрібні банки, а великі — надто великі для падіння. Але криза Baring Brothers показала, що так буває не завжди. Напередодні кризи всі вірили, що банк Берингів справді настільки великий, що з ним навряд може щось трапитися. У банківському бізнесі Лондону кінця XIX ст. банк Baring Brothers мав, мабуть, навіть більше значення, ніж Lehman Brothers під час кризи 2007–2008 рр. Baring Brothers був старим сімейним комерційним банком, і почасти він вже почав поступатися позиціями, не витримуючи конкуренції зі швидко зростаючими новими акціонерними комерційними банками, які виходили на перший план. Однак до 1890 р. за репутацією та обсягом операцій (25 млн фунтів) Baring Brothers був серед п'яти найбільших британських банків і серед семи найбільших банків Європи (разом із депозитними банками). Серед лондонських банків тільки три були більше за Baring Brothers — найбільший на той час у світі National Provincial з обсягом операцій 45 млн фунтів, London and County Banking Company (43 млн фунтів), London and Westminster Bank (32 млн фунтів). Британський банк Ротшильдів N. M. Rothschild Sons & Co був приблизно такого ж розміру, як і банк Берингів, хоча мав більший основний капітал. Серед банків в інших країнах Європи Берингів можна було порівняти лише із французькими банками Rothschild Freres і Credit Lyonnais. Інші найбільші французькі, німецькі й американські банки помітно поступалися Baring Brothers⁸³⁹.

Збережену в таємниці операцію з порятунку Берингів добре організували, що показало силу британської фінансової системи та її здатність подолати будь-які труднощі. А фінан-

⁸³⁹ Cassis Y. Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finances / Y. Cassis. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 169–170.

сова криза 1890 р., яку назвали «крахом Берингів», стала однією з найтиповіших криз епохи золотого стандарту, спричиненою ризикованими інвестиціями в аргентинську економіку. Хоча криза 1890 р. і не була глобальною в повному сенсі цього слова, вона мала у собі глобальний аспект, пов'язаний з експортом британського капіталу.

Крах Берингів порушив перед фінансистами Сіті питання про те, чи підвищують кризи консолідацію банківської системи. У певному сенсі це твердження слушне — завдяки ліквідації дрібних і слабких банків відбувається дещо подібне до природного відбору й залишаються тільки найбільш стабільні й сильні⁸⁴⁰. До того ж банківські кризи зазвичай призводили до наступної хвилі злиття банків⁸⁴¹, і криза Берингів підштовхнула це зрозуміле прагнення до стабільності й безпеки в загальній невизначеності післякризового часу. У злиттях 1891 р. брали участь аж ніяк не проблемні чи нестабільні банки, а престижні лондонські банкіри, які почували себе цілком упевнено до подій 1890 р. У цей час значення приватних депозитних банків Лондону зменшувалося порівняно з комерційними банками. Після злиттів 1890-х років утворилася група справді гігантських лондонських банків. Вони мали мережу філій і відділень, що охоплювала всю країну та контролювала близько 70 % усіх британських депозитів⁸⁴². Найбільшими в цій групі «хижаками», що поглинали дрібніші банки, були Lloyd Bank і Midland Bank, колись провінційні банки, засновані в Бірмінгемі, а потім перенесені до Лондону в 1884 і 1891 рр.⁸⁴³.

⁸⁴⁰ У 1892 р. збанкрутував старий англо-іспанський банкірський дім C. de Murrietta & Co. Він був тісно пов'язаний з Аргентиною і першим зазнав збитків через кризу (Chapman S. *The Rise of Merchant Banking* / S. Chapman. — L.: Taylor & Francis, 1984. — P. 80).

⁸⁴¹ Після кризи банку Берингів у 1891 р. відзначалася найбільша (порівняно з попередніми роками) кількість злиттів і поглинань — 18. Серед англійських банків у 1862–1889 рр. за рік було в середньому 7 злиттів і поглинань, у 1890–1902 рр. — більше 11 (Sykes J. *The Amalgamation Movement in English Banking, 1825–1924* / J. Sykes. — L.: P. S. King & Son Ltd, 1926. — P. 97).

⁸⁴² З 1890 по 1910 р. частка депозитів у п'ятих найбільших банках зростає з 26,5% до 43%, у десятих найбільших — з 38% до 64,7% (Capie F. *Concentration in British Banking, 1870–1920* / F. Capie, G. Rodrick-Bali // *Business History*. — 1982. — Vol. 24. — № 3. — P. 287).

⁸⁴³ З 1890 до 1914 р. Lloyd Bank поглинув 33 дрібніші банки, Midland Bank — 26, і до початку XX ст. ці два банки стали найбільшими у Британії (Cassidy Y. *City Bankers, 1890–1914* / Y. Cassidy. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — P. 46–52).

Таким чином криза 1890 р. несподівано виявилася для Англії дуже глибокою. «Величезний експорт капіталу... розширив основу циклічного підйому в Англії. Але разом із тим це означало розширення основи циклічної кризи. У період підйому Англія наживалася, тепер вона одержувала удари, зазнавала збитків на всіх континентах. Аргентинська криза не тільки поставила кредитну систему Англії під загрозу банкрутства, вона боляче вдарила по найважливішим галузям промисловості. Вивіз британських товарів в Аргентину зменшився за 1889–1891 рр. у 2,5 раза. Особливо постраждали англійські заводи, які виробляли залізничне обладнання»⁸⁴⁴.

Криза 1890 р. спричинила на британському фінансовому ринку рецесію, що тривала до 1893 р. «Після 1890 р. англійська промисловість знову у стадії занепаду: цінність експорту падає, обороти розрахункової палати скорочуються, ціни знижуються. Але, як і в 1880-х роках, спад хвилі промислового пожвавлення не супроводжується промисловою кризою»⁸⁴⁵. Наслідки рецесії були відчутними — експорт британського капіталу скоротився з 123 млн фунтів у 1889 р. до 32 млн у 1893 р. З 1894 р. він почав повільно підвищуватися, але докризового рівня досяг тільки у 1900 р.⁸⁴⁶.

На початку 1891 р. паніка в Лондоні послабшала, хоча кількість банкрутств зростала ще три роки. За 1890–1893 рр. збанкрутувало більше 34 тисяч компаній із загальними капіталами 54 млн фунтів. Але на початку 1892 року на Лондонській біржі вже знову відзначався надлишок вільних капіталів, хоча ринок цінних паперів досі не активізувався⁸⁴⁷. Усе це збігалось за часом із зниженням прибутковості дер-

⁸⁴⁴ Крім того, у 1890 р. англійська торгівля постраждала «від катастрофи, якою закінчилася бурхлива спекуляція з рудниками в Південній Африці, яка призвела там до краху банківської системи й припиненню всіх комерційних операцій» (Commercial History and Review of 1890 // Economist Supplement. — 1891. — Р. 1).

⁸⁴⁵ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. — СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. — С. 156.

⁸⁴⁶ Stone I. The Global Export of Capital From Great Britain, 1865–1914: A Statistical Survey / I. Stone. — L.: Palgrave Macmillan, 1999. — P. 378–380.

⁸⁴⁷ Money Plentiful in London // The New York Times. — 1892. — January 24.

жавних облігацій і відсутністю емісій нових позик⁸⁴⁸. Хай там як, на ринку капіталів виник певний вакуум, і вільні капітали потребували вигідного вкладення. Через кризи в Австралії, Аргентині та США зменшилися можливості інвестувати капітали в цінні папери цих країн, які раніше традиційно приваблювали багатьох інвесторів. Ті з них, кого цікавили британські цінні папери (хоча прибутковість британських акцій, що вважалися більш надійними, була нижчою за іноземні), звернули свою увагу на акції будівельних компаній. Виник бум житлового будівництва, який завершився в 1892 р. банкрутством будівельної компанії Liberator Building Society унаслідок численних фінансових махінацій її керівника Дж. Бальфура, який втік з Англії за кордон, щоб уникнути покарання.

До травня 1893 року становище на біржі повністю стабілізувалося, зокрема відновилися котирування американських залізничних акцій⁸⁴⁹. У ці роки поширилася практика перетворення створених раніше приватних підприємств або пайових товариств на акціонерні компанії. Це надавало можливість випустити акції, поширити їх серед інвесторів і зібрати гроші, а потім вести з акціями гру на підвищення.

Після закінчення кризи та періоду стагнації почався новий підйом. Важливе значення мало також завершення світової аграрної кризи, яка тривала близько двох десятиліть, і пошук нових ринків. Розвитку міжнародної торгівлі сприяло створення залізничної мережі в Австралії, країнах Азії, Африки та Південної Америки⁸⁵⁰.

⁸⁴⁸ І хоча державні облігації до початку 1890 років уже значно послабили свої позиції на ринку цінних паперів під натиском багатьох нових акцій, чимало було інвесторів, усе ще прив'язаних до цих паперів, — можливо, через консервативні настрої, віру в їхню надійність або просто небажання міняти свої звички.

⁸⁴⁹ The Acute Stage of the Financial Crisis Has Passed // The New York Times. — 1893. — May 22.

⁸⁵⁰ Середньорічні темпи зростання загальносвітових обсягів торгівлі збільшилися з 0,76 % у 1891 р. до 1,82 % у 1900 р. Лідерами в цьому підйомі були США та Німеччина. Безпрецедентних для того часу розмірів досягла в 1890-ті роки емісія цінних паперів, яка збільшилася з 22,3 млрд франків у 1881–1885 рр. до 40,4 млрд у 1886–1890 рр. і 60,9 млрд у 1896–1900 рр. Більшість цих паперів були промисловими й залізничними (12,3 млрд франків, 22,9 млрд і 28,2 млрд у згадані роки) (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2. / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. — С. 420–421, 424, 433).

Для тих інвесторів, яких після «кризи Берингів» продовжували цікавити більш прибуткові іноземні цінні папери, на початку 1890-х нові можливості відкрилися в паперах компаній, що розпочали видобувати золото в Південній Африці та Австралії. За своїм значенням для ринку дорогоцінних металів відкриття нових родовищ золота в цих країнах можна порівняти із «золотою лихоманкою» 1850-х років у Каліфорнії. Як це зазвичай буває з новими цінними паперами, акції золотодобувних компаній одразу стали предметом спекуляцій у Лондоні. Оскільки інші інвестиційні можливості тоді скоротилися, весь ентузіазм інвестори спрямували на ці південноафриканські та австралійські папери.

У грудні 1894 р. на Лондонській біржі серед найпопулярніших паперів були британські й колоніальні державні позики (11 найменувань), облігації іноземних позик (23 найменування), папери британських (22 найменування), американських (21), колоніальних та іноземних залізниць (9), а також акції південноафриканських, австралійських і мексиканських гірничодобувних компаній (British South Africa, De Beers, Rio Tinto тощо)⁸⁵¹. Масштаби буму на ринку акцій золотодобувних компаній, як і масштаби неминучого в таких випадках колапсу, були порівнянні із залізничним бумом і крахом 1840-х років.

Збільшення інвестицій, зокрема в цінні папери, неминуче мало призвести світову економіку до нової кризи, так само як і активне заснування акціонерних компаній⁸⁵². Однак черговий промисловий підйом в Англії не був настільки бурхливим, як у США чи в Німеччині, які лідирували за темпами економічного розвитку. Особливо це стосувалося

⁸⁵¹ The Stock Markets // The Economist. — 1894. December 22. — P. 1582–1584.

⁸⁵² Їхня кількість зросла в Англії з 14 772 у 1891–1895 рр. до 25 087 у 1896–1900 рр., у Німеччині з 634 до 1389, у Франції — з 2917 до 5029. Взаємне проникнення промислового й банківського капіталу породило складні схеми багаторівневої участі, для яких створювалася система дочірніх підприємств. У середньому вдвічі зросла з 1894 по 1900 р. і кредитна експансія — у США з 3,1 до 6,2 млрд дол., у Німеччині з 3,3 до 6,5 млрд марок, у Франції з 0,8 до 1,4 млрд франків (в Англії це зростання було значно менше — з 526 млн фунтів до 686 млн) (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. — С. 434–435).

таких нових галузей промисловості, як електротехнічна та хімічна⁸⁵³.

Період підйому кінця 1890-х років закінчився світовою фінансовою кризою 1900 р. В Англії через відсутність бурхливого економічного підйому криза 1900 р. була невиразною і не порівнянною з «крахом Берингів» 1890 р. Іноді висловлювалася думка, що криза 1900 р. взагалі обійшла Англію, тому що через гальмування економічного зростання в зрілій британській економіці із другої половини XIX ст. інтенсивність криз почала слабшати, і в 1900 р. відзначалася вже не стільки гостра криза, скільки затяжна депресія⁸⁵⁴.

Новий період світового економічного підйому, що почався після кризи 1900 року й спаду 1901–1904 рр., в Англії також був не дуже активним. У цей час конкуренція з боку Німеччини вже набула «загрозливий характер», тому що німецькі виробники продавали в Англію товари «за будь-яку ціну». Ще небезпечнішою була конкуренція з боку Америки, яка стала «найпотужнішим і найрішучишим із усіх конкурентів, з якими Англії доводилося зустрічатися»⁸⁵⁵. Такий депресивний

⁸⁵³ У легкій промисловості річний приріст виробничих потужностей становив лише 4%, у той час як у Німеччині — 40%, у США — 41%, у Росії — 91%. Трохи швидше зростала важка промисловість (виробничі потужності металургійної промисловості збільшилися на 40%, зокрема виплавка сталі — з 1,6 до 3,2 млн т), а розширення британської електротехнічної промисловості значно відставало від США й Німеччини (усе більше електротехнічного обладнання імпортували в Англію зі США). У 1890-ті роки значна частина нагромаджених британських капіталів інвестувалася в житлове будівництво (тільки за 1899 р. у Лондоні та його околицях побудували 27 тис. житлових будинків, в основному котеджів) (The New Survey of London Life and Labour. Forty Years of Change. Vol. I. — London, 1930. — P. 156).

⁸⁵⁴ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. — СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. — С. 165. Становище британської економіки ускладнювала англо-бурська війна 1899–1902 р. у Південній Африці, хоча «для деяких галузей промисловості війна була вигідна, урядові замовлення стали їй підтримкою. Але припинення нормальної торгівлі з Південною Африкою, продовження воєнних дій довше, ніж передбачалося, збільшення податків... з метою покрити дуже великі витрати — усе це спричинило загальну депресію». І навіть після закінчення війни «мир не приніс зниження податків воєнного часу й відповідного збільшення купівельної спроможності населення», тому що «руйнівні наслідки трирічної війни не можуть зникнути за один день» (Commercial History and Review of 1902 // Economist Supplement. — 1903. — P. 1).

⁸⁵⁵ Commercial History and Review of 1900 // Economist Supplement. — 1901. — P. 23.

період у британській економіці тривав близько двох років, поки в 1904 р. не почалося поліпшення⁸⁵⁶. У ці роки інтерес інвесторів до цінних паперів загалом знизився⁸⁵⁷.

Коли в 1904 р. почався не дуже активний підйом, що тривав до кризи 1907 р., залізничне будівництво в Англії (як у Німеччині та Франції) вже не мало колишнього розмаху⁸⁵⁸. Британських інвесторів набагато більше цікавили залізниці в інших країнах. З 1904 по 1906 р. у Лондоні було розміщено облігацій британських залізниць на 11 млн фунтів, а іноземних залізниць на 90 млн фунтів. Ці цифри добре показують стан справ.

Перед кризою 1907 року значно зріс, на 40–50 %, обсяг виробництва в загальносвітовому масштабі. Збільшилася потреба в нових ринках, що підсилило конкурентну боротьбу між виробниками за перерозподіл сфер впливу й прискорило концентрацію капіталів. Формувалися нові монополії та укрупнювалися старі — зазвичай через створення трестів. Під час їхньої організації широко використовували масштабні емісії акцій. Вони розмивали основний акціонерний капітал, але водночас приносили значні прибутки засновникам монополістичних об'єднань. У конкурентній боротьбі великих трестів активно використовувалася біржова гра із цінними паперами, у яку вкладали величезні фінансові ресурси.

⁸⁵⁶ За час депресії індекс курсів акцій (якщо вважати за 100 % ціни під час підйому у червні 1890 р.) знизився з 152,0 % у 1899 р. до 128,6 % у 1904 р. (падіння на 15 %, що тривало близько 5 років). Сумарний капітал заснованих нових акціонерних товариств знизився з 310 млн фунтів у 1896 р. до 92 млн у 1904 р. (падіння на 70 %, що тривало близько 8 років). Емісія іноземних і колоніальних цінних паперів знизилася з 51,0 млн фунтів до 26,1 млн фунтів (падіння на 49 %, що тривало близько 2 років). Кількість банкрутств збільшилася з 9,3 тис. у 1899 р. до 12,1 тис. у 1904 р., період зростання банкрутств тривав близько 5 років (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. — М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. — С. 482).

⁸⁵⁷ «Ще недавно міські позики... швидко розкуповували», незважаючи на не дуже високу прибутковість, зазвичай 2,5 %. У другій половині 1900 року ці позики пропонувалися із прибутковістю 3 %, але «у багатьох випадках безуспішно» — після початку кризи інвестори втратили до них інтерес (По поводу нынешнего положения международного денежного рынка // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1900. — № 44. — С. 201).

⁸⁵⁸ Середньорічний приріст британської залізничної мережі становив у 1890–1900 рр. 0,3 тис. км, у 1900–1907 рр. також 0,3 тис. км. У Німеччині в ці самі роки — 0,8 і 1,0; у Франції — 0,6 і 0,7; а у США значно більше — 5,8 і 8,3 тис. км (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 3 / Л. А. Мендельсон. — М.: Мысль, 1964. — С. 44).

Найбільший масштаб біржові спекуляції та фіктивні емісії акцій мали в США на Нью-Йоркській біржі. У цю гру інвестували чималі європейські капітали, що надходили переважно з Лондону. Загальний обсяг цих вкладень у біржову гру досягав напередодні кризи 1907 року 500 млн дол., а ще 300 млн дол. були вкладені різними американськими кредитно-фінансовими організаціями⁸⁵⁹. Усе це призвело до зростання напруженості на світових фінансових ринках (про що свідчило підвищення процентних ставок із червня по грудень 1906 р. — у Лондоні з 3,3 до 6 %, у Берліні з 4,6 до 7 %, у Нью-Йорку з 5,3 до 6,3 %), а потім і до кризи 1907 року, епіцентр якої був у США.

Перші ознаки кризи з'явилися в британській економіці в 1906 р., коли почалося скорочення капітального будівництва. За спадом у будівельній галузі скоротилося споживання металу та продукції машинобудування, однак загалом у 1906 р. ще тривав підйом, почасти заснований на величезному за своїми масштабами експорті капіталу. Перелом настав у середині 1907 року.

В Англії процентна ставка в 1907 р. досягла 7 %, що стало вірною ознакою наближення чергової кризи. Безпрецедентне після 1873 року підвищення ставки спричинили дестабілізація фінансового ринку в США, а також відтік золота з Банку Англії та скороченням його резервів. У березні 1907 р. на англійських біржах почалося падіння курсів промислових акцій (на 7–11 %) та акцій американських залізниць (12 %). Але ще більшим було падіння курсів деяких англійських залізничних цінних паперів — зокрема, акції дороги Лондон — Брайтон знизилися на 38 %. Біржова криза швидко переросла у фінансову, а потім і загальну економічну. Процентні ставки зросли до 7 % у Лондоні, 4 % у Парижі, 6 % у Брюсселі та 7,5 % у Берліні⁸⁶⁰. Наслідками кризи стали застій у багатьох галузях промисловості та безробіття. Вплив кризи 1907 року (вона тривала в англійській економіці також у 1908 р.) став глибшим, ніж кризи 1900 р.⁸⁶¹ незважаючи на не дуже активний

⁸⁵⁹ Noyes A.D. Forty years of American finance / A.D. Noyes. — N. Y.: G. P. Putnam's Sons, 1909 (reprint. — Ayer Publishing, 1980). — P. 355–356.

⁸⁶⁰ European banks raise their rates // The New York Times. — 1907. — November 11.

⁸⁶¹ «Протягом останніх 30 років Шотландія та Ірландія не знали такої кризи. Вона не минула жодну галузь промисловості, і майже всі страждали

підйом перед кризою. Таким чином криза 1907 р. виявилася значно серйознішою, ніж криза 1900 р., спростовуючи думку М. І. Туган-Барановського, що із другої половини XIX ст. кризи стали обходити Англію стороною.

Загалом до 1910-х років Лондон як загальносвітовий фінансовий центр досяг максимуму у своєму глобальному впливі⁸⁶². Інвестиції в період з 1873–1914 рр. становили в середньому за рік 8,5 % ВВП (у 1856–1873 рр. — 7,2 %), зокрема в акції — 0,9 % ВВП (у 1856–1873 рр. — 0,9 %), іноземні інвестиції — 5 % (у 1856–1873 рр. — 4,5 %)⁸⁶³.

У 1909 р. загальний обсяг сукупних інвестицій (зовнішніх та внутрішніх) становив 182,86 млн фунтів. З них в облігації британських державних позик було вкладено 3,84 млн фунтів, в облігації колоніальних позик — 20,15 млн фунтів, іноземних позик — 22,07 млн, муніципальних британських позик — 4,9 млн фунтів. У папери колоніальних компаній було інвестовано 6,59 млн фунтів, іноземних компаній — 10,63 млн. У папери британських залізниць — 0,4 млн, колоніальних (переважно в Індії) — 11,24 млн, іноземних залізниць — 43,11 млн фунтів. У банки й страхові компанії було вкладено 4,05 млн фунтів. Інші інвестиції спрямовувалися в різні галузі промисловості (зокрема у гірничодобувні компанії в Південній

однаково. Нечасто можна було знайти підприємство, що працювало повний час, багато з них не були завантажені навіть наполовину, а інші взагалі закрилися. Багато цінного обладнання не працювало, тисячі робітників не мали роботи» (Great Britain. Inspection of Factories and Workshops. Report of the Chief Inspector 1908. — London, 1909. — P. 103).

⁸⁶² Із спекулятивних захоплень того часу можна згадати про бум навколо акцій компаній, які добували каучук, з якого виготовлялася в той час гума. Каучук збирали з дерев гевеї, що ростуть в лісах у басейні Амазонки. Каучуковий бум охопив Бразилію та деякі сусідні країни з кінця XIX століття і тривав до початку Першої світової війни. Масовий експорт каучуку з Південної Америки створив приплив великих капіталів у ці країни, особливо в Бразилію. Однак ці капітали не були використані для розвитку — 90 % їх було витрачено на споживання, зокрема на придбання предметів розкоші. Саме в роки «каучукової лихоманки» у місті Манаус, розташованому в середній течії Амазонки, побудували розкішний театр «Амазонас». Південноамериканська каучукова лихоманка закінчилася так само швидко, як і почалася — у британських колоніях у Малайзії почалося масове вирощування гевеї (насіння якої в 1879 р. контрабандою вивезли із Бразилії). Виробництво каучуку на плантаціях виявилось вигіднішим, ніж його збирання в джунглях.

⁸⁶³ Lee C. H. The British economy since 1700: a macroeconomic perspective / C. H. Lee. — London: CUP Archive, 1986. — P. 51.

Африці — 2,82 млн фунтів, Австралії — 0,218 млн фунтів)⁸⁶⁴. А популярність британських державних облігацій загалом усе більше знижувалася⁸⁶⁵.

Загальне процвітання тривало до кінця 1913 р., але потім раптово «відбувся перелом... попит на товари став падати. Чорна металургія перша його відчула, і ціни сильно знизилися... Спад був поступовим... він не був схожий на крах 1908 р. Тоді індекс цін упав за перші декілька місяців після перелому кон'юнктури на 10,4, тепер — на 5 %»⁸⁶⁶.

Криза 1913 р. почалася в Англії пізніше, ніж у США й Німеччині. Багато підприємств стали скорочувати випуск продукції, погіршення кон'юнктури ринку пояснювалося «головним чином надвиробництвом», і «торговельно-промислове життя мало загальну тенденцію до зниження»⁸⁶⁷. Повністю ця криза проявитися не змогла через початок Першої світової війни.

Незважаючи на гальмівний вплив періодичних криз, загальні тенденції розвитку фінансової системи та ринку цінних паперів в Англії до початку Першої світової війни залишалися незмінними. Однак зниження темпів економічного розвитку, перенесення виробництва в колонії разом зі зростаючим експортом капіталу стали першими провісниками занепаду Британської імперії.

⁸⁶⁴ Capital Application in 1909 // The Economist. — 1910. — January 1. — P. 5–6. Під час підйому серед найпопулярніших цінних паперів на Лондонській біржі можна відзначити британські державні облігації із прибутковістю 2,5–3,5 % (наприкінці 1909 р. — 5 найменувань; у середині 1912 р. — 10), іноземні державні папери (у 1909 р. — 21, в 1912 р. — 25), акції британських залізниць (28 і 21 відповідно), американських (23 і 30), колоніальних та іноземних (17 і 20), а також гірничодобувних компаній, зокрема пов'язаних із видобутком золота в Південній Африці (46 найменувань у 1912 р.) і Австралії (12), алмазів у Південній Африці (24), міді в Латинській Америці та інших країнах (19) (The Stock Markets // The Economist. — 1910. — January 1. — P. 43–44; The Stock Markets // The Economist. — 1912. — July 6. — P. 36–37).

⁸⁶⁵ Після періоду підвищення їхнього курсу з 96 % у 1890 р. до 106,5 % у 1895 р. і рекордних 112,5 % у 1897 р., починаючи з 1900 р. курс був нижче 100 % номіналу (99 % у 1900 р., 89 % у 1905 р., 81 % у 1910 р., 73 % у 1913 р.) (Курс английских консолей с 1889 р. по 1913 р. // Новый экономист. — 1913. — № 24. — С. 12).

⁸⁶⁶ Commercial History and Review of 1913. Economist Supplement. — February 1914. — P. 413–464.

⁸⁶⁷ Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1915. — № 13. — С. 592.

Висхідна зірка Нью-Йорка

Нова фінансова столиця світу

На початку XX століття розташований на березі Атлантичного океану Нью-Йорк, який незабаром мав надовго стати фінансовою столицею світу, був четвертим за значенням світовим фінансовим центром. Це «казково-прозаїчне місто капіталістичного автоматизму» з його «нечуваними для європейців зручностями», такими як «електрика, газова плита, ванна, телефон», найповніше відображало «дух сучасної епохи». У цьому місті «на вулицях тріумфує естетична теорія кубізму, а в серцях — моральна філософія долара»⁸⁶⁸.

У 1880-ті роки темпи імміграції в США стали найвищими — у середньому за рік туди прибувало по 600 тис. осіб. З різних країн світу до Америки приїжджали найбільш заповзятливі й сміливі переселенці, які прагнули досягти успіху в новій країні. Таким чином за допомогою соціального відбору сформувалася особлива багатоетнічна суміш, яку називали американцями. Саме завдяки такому відбору найдіяльніших наприкінці XIX століття виникла головна конкурентна перевага Америки перед іншими країнами — людський капітал. Підприємницький дух доповнювався культом індивідуальної свободи, причому не в сенсі відсутності обмежень — freedom, а громадянської свободи, підтвердженої в законах, — liberty.

Особливості менталітету американців сформували особливості стилю бізнесу. «Америка, як відомо, країна просто-ти, і взаємні стосунки людей, особливо на Далекому Заході, відрізняються сердечністю, теплотою й повною відсутністю пануючого в інших країнах формалізму. Як завжди всім доступна адміністрація штату... так само завжди усім відкриті двері голови будь-якого банку»⁸⁶⁹.

⁸⁶⁸ Троцкий Л. Моя жизнь. Опыт автобиографии /Л. Троцкий. — <http://www.knigitxt.com>

⁸⁶⁹ «Ця простота й сердечність ставлення до будь-кого, хто з тієї чи іншої причини контактує з вищою адміністрацією банку, збільшується ще більш,

Образ Америки асоціювався з можливістю швидко розбагатіти, і ця можливість, так само як і культ матеріального успіху, вплинули на менталітет американців, особливо середнього класу, який сформувався у другій половині XIX століття⁸⁷⁰. Символом такої життєвої філософії став бестселер 1889 року — «Євангеліє багатства» (Gospel of Wealth) Ендрю Карнегі, а гра на біржі була знайома на практиці багатьом.

На біржі пробував грати Марк Твен (після того як його спроби стати золотошукачем не призвели до успіху) і залишив як згадку про це свій відомий афоризм: «Жовтень — один із найнебезпечніших місяців у році для гри на біржі. Інші небезпечні місяці: липень, січень, вересень, квітень, листопад, травень, березень, червень, грудень, серпень і лютий»⁸⁷¹.

І якщо в деяких із країн, які швидко розвивалися в XIX столітті (зокрема в країнах Латинської Америки) національний менталітет сформував особливу «економіку перебування в бідності», то це було явно не про Штати. Протягом усього XIX ст. США були країною, що розвивалася з високими темпами зростання ВВП — з 1800 по 1910 р. у середньому 4 % за рік (збільшення ВВП на душу населення — у середньому 1,3 % за рік).

Формування нового фінансового центру в Нью-Йорку відрізнялося від становлення «столиць капіталу» у Лондоні, Парижі та Берліні. Це було пов'язане з тим, що фінансова система США формувалася, коли ця країна була найбільшим реципієнтом інвестицій, які розподілялися потім з основного фінансового центру в Нью-Йорку по інших штатах. Водночас Америка поступово перетворювалася із країни, що розвивалася, на експортера накопиченого капіталу⁸⁷². На початку

якщо такою людиною є колега за професією... коли я відвідував різні банки в Каліфорнії, Орегоні й Вашингтоні, мені показували все, що могло цікавити мене... на жодне питання я не чув ухильної відповіді», у той час як в Англії в такій ситуації зазвичай відповідали в загальних рисах, не показуючи ніяких документів і бухгалтерських книг» (Банки за границей. Американские банки и банкиры // Банковское дело. — 1913. — № 1. — С. 27).

⁸⁷⁰ Вважалося, що до середнього класу належали всі, хто заробляв більше 1000 доларів на місяць (сьогодні з урахуванням інфляції це приблизно 40 000).

⁸⁷¹ Афоризми: фондовая биржа. Марк Твен. — <http://www.aforismo.ru>

⁸⁷² Наприкінці XIX і початку XX ст. США були основним реципієнтом іно-

XX ст. США стали найбільшою економічною системою світу, за величиною ВВП на душу населення обігнавши Велику Британію (а за обсягом ВВП ставши лідером ще в 1870 р.).

Особливості економічного зростання США

Високі темпи економічного зростання США приваблювали інвесторів, і загальний обсяг іноземних інвестицій, вкладених у США до кінця XIX ст., досяг 7 млрд доларів (з них 70 % — британські капітали), що сприяло динамізму розвитку американської економіки. За століття в країні накопичили капітал обсягом 60 млрд дол., що у багато разів перевищувало обсяг вкладених у США інвестицій.

Для американської економічної системи характерним було переважання дуже великих компаній (спершу залізничних, а потім і промислових), що відрізнялося від британських традицій⁸⁷³. Така принципова різниця в підходах була пов'язана з філософією бізнесу — для власників американських компаній їхнє зростання із максимальними темпами було

земних інвестицій (з 1897 по 1908 р. прямі іноземні інвестиції в США зросли з 634,5 млн доларів до 1638,5 млн доларів; портфельні інвестиції — з 50 млн до 886,3 млн доларів). А з початку XX ст. США стали самі експортувати капітал. З 1897 до 1905 р. у США експорт капіталу переважав (за дев'ять років — більше 1,5 млрд дол.), з 1906 по 1907 і 1901–1913 рр. на деякий час знову став переважати імпорт, і лише після Першої світової війни США стали постійним експортером капіталу, згодом — основним у світі (Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 234; Davis L. E. *International Capital Markets and American Economic Growth, 1820–1914* / L. E. Davis, L., R. J. Cull. — Cambridge: Cambridge University Press, 2002. — P. 8).

⁸⁷³ У 1902 р. у США промислових робітників було ненабагато більше, ніж в Англії, але в тій практично не було великих компаній, порівнянних за розмірами з американськими. У США посилилася концентрація виробництва в металургійній промисловості, де виникли великі концерни — Carnegie Steel Company, Illinois Steel Company. А в 1901 р. створили гігантський «Сталевий трест» — United States Steel Corporation — одну з найбільших компаній у США. Капіталізація US Steel досягала 1,4 млрд дол., і в ній працювало 250 тис. осіб. Найбільша британська компанія Fine Cotton Spinners and Doublers мала тільки 30 тис. робітників, а капіталізація однієї з найбільших компаній Imperial Tobacco становила 17,5 млн фунтів. Згідно із британськими традиціями, перевага надавалася невеликим фірмам, часто сімейним.

самодостатньою метою, це характерно для країн із ринками, що розвиваються. Британські підприємці в зрілій економічній системі, що вже сформувалася, спокійніше ставилися і до темпів зростання компаній, і до її розміру, роблячи акцент на складнішій меті: на стабільності зростання компанії та її доходів, а також на підвищенні загальної якості життя власників бізнесу.

Наприкінці XIX століття найбільше й наймогутніше угруповання на Уолл-стріт, пов'язане переважно із залізницями, асоціювалося із Джоном Морганом. Другу групу великих компаній, що займалися виробництвом сталі, представляв Ендрю Карнегі; третю групу нафтових магнатів очолював Джон Рокфеллер. Конкурентна боротьба між цими угрупованнями створювала динаміку розвитку американського бізнесу, характерну для кінця XIX — початку XX століття.

На початку XX ст. найбільшим у світі банкіром став Джон Пірпонт Морган, знаменитий фінансист, творець багатьох великих промислових трестів, а потім і холдингових компаній. Панування Моргана в банківському та страховому бізнесі, а також у залізничній, сталеливарній (US Steel Corporation) і електроенергетичній (General Electric Company) промисловості було загальноновизнаним.

«Сталь має на ринку особливе значення. Штучно роздуті ціни тримаються на постійному рівні, і конкуренти мають можливість одержувати великі прибутки». Однак ті, хто хотів потрапити на цей ринок, зустрічали несподівані перешкоди. «Вони не можуть отримати потрібний кредит, тонуть у замовленнях, а Уолл-стріт навіть не думає їм допомагати»⁸⁷⁴.

В «епоху трестів», як називали той час, об'єднання компаній ставали великими монополістами. «Особливе становище, в якому перебувають в останні роки в Сполучених Штатах могутні промислові союзи, відомі як трести, не могло не турбувати уряд», а зростаюче прагнення більшості трестів «зосередити у своїх руках... найбільші галузі виробництва, такі як виробництво сталі, заліза, нафти тощо, загрожувало

⁸⁷⁴ «Про них починають поширювати таємничі слухи. Іноді пропадають важливі папери, затримується потрібна інформація з Європи й таке інше. Трапляється, що переманюють кращих бухгалтерів, підкуповують конторських хлопчиків, і всі ділові таємниці стають надбанням конкурентів» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. — <http://www.royallib.ru>).

в близькому майбутньому зробити економічний переворот у Сполучених Штатах»⁸⁷⁵.

У 1890 р. видали антитрестівський «акт Шермана» (названий так від імені міністра фінансів Джона Шермана), спрямований на обмеження впливу трестів, після чого почалося їхнє перетворення на холдингові компанії. Наймогутнішим став «грошовий трест» — фінансовий холдинг, створений групою банкірів з Уолл-стріт на чолі із Дж. Морганом, а об'єктом критики численних антитрестівських виступів незмінно була ще одна з найбільших компаній — Standard Oil Дж. Рокфеллера.

Ініціювавши перетворення трестів на холдингові компанії (що було потрібно банкірам для того, щоб вкладати гроші в прибуткові акції), група Моргана підштовхнула початок буму злиття компаній наприкінці XIX століття та їхній радикальний поворот до фінансування через ринок акцій. Завдяки злиттям і посиленню зв'язків з ринком цінних паперів загальна сума капіталів промислових компаній, що випускали акції, зросла з 33 млн дол. у 1890 р. до 7 млрд у 1903 р.

За словами одного з героїв роману «Ділки» Е. Сінклера, «у часи моєї юності люди, зібравши трохи грошей, вкладали їх у якесь підприємство й одержували свою частку, яким би не був прибуток підприємства». Усе було чесно й просто. «А тепер великі ділки забрали все під свій контроль і стали ще більш жадібними, ніж раніше. Ніщо їх не дратує більше, ніж усвідомлення, що дрібний акціонер отримає свою частку прибутку. Тому вони йдуть на різні махінації, аби тільки позбавити їх такої можливості»⁸⁷⁶. Так робив і Морган, безцеремонно захоплюючи бізнес своїх конкурентів.

⁸⁷⁵ Захопивши у свої руки ту чи іншу галузь промисловості, «трест стає єдиним господарем на ринку і встановлює ціни за своїм розсудом. Від такого ненормального стану справ страждали насамперед споживачі», тому що, усунувши конкуренцію, «учасники трестів могли регулювати ціни на предмети виробництва за своїм розсудом, а також знижувати заробітну плату». До такого масштабного розвитку трестів у США призвела політика протекціонізму, «яка закрила американські ринки» для іноземних товарів. «Наймогутнішим трестом є синдикат, утворений Рокфеллером, що захопив у свої руки все виробництво й торгівлю нафтою», але «ще більшу силу являє собою сталевий король Ендрю Карнегі, який встиг захопити все виробництво сталі в Сполучених Штатах» (Вопрос о трестах в Соединённых Штатах // Киевлянин. — 1903. — № 34. — С. 1. — Кол. 6).

⁸⁷⁶ Сінклер Э. Дельцы / Э. Сінклер. — <http://www.royallib.ru>

З американських фінансових магнатів того часу одним із найбільших був Джон Девісон Рокфеллер, який почав бізнес практично з нуля і розбагатів на видобутку нафти. Рокфеллер, повністю зосереджений на бізнесі з воістину релігійним аскетизмом, здавалося б, позбавлений звичайних людських слабостей у стилі етики протестантизму, був для сучасників загадковою фігурою — багато хто його ненавидів, а багато хто вихваляв. Попри все своє багатство, Рокфеллер одягався в поношені штани й чорне потерте пальто, у театр не ходив, книг не читав, харчувався вівсяною кашею й дешевими овочами; багато грошей витрачав на доброчинність⁸⁷⁷.

Банки та небанківські учасники фінансового ринку

У той час у США існувало п'ять типів банків — національні банки (National banks), що діяли за загальнодержавними законами; комерційні банки (State banks), що діяли за законами окремих штатів; депозитні банки (Saving banks), інвестиційні трастові компанії (Trust Companies) і банкірські контори⁸⁷⁸.

Масштаб операцій учасників ринку визначав обсяг потрібного їм фінансування. Значний розвиток мали великі інвестиційні банки (розташовані переважно в Нью-Йорку), які забезпечували капіталами великі компанії. У Нью-Йорку сформувалися дві основні групи банків — англо-американських і протестантських за походженням (J. P. Morgan & Co., Kidder Peabody & Co., Lee Higginson & Co.) і німецько-єврейських (Kuhn, Loeb & Co., Speyer & Co., J. & W. Seligman & Co.). Більшість із основних фінансових домів Уолл-стріт, наприкінці XIX століття тісно пов'язаних з організацією й фінансуванням

⁸⁷⁷ За чутками, у дитинстві за кожне домашнє доручення батько платив йому гроші. Про дитинство Джона Рокфеллера відома характерна історія: у семирічному віці батько доручив йому виростити зграю індиків, яких потім Джон продав сусідові за 50 доларів, а гроші позичив іншому сусідові під 7 % річних.

⁸⁷⁸ Із загальної кількості банків (23 093 у 1912 р.) переважали комерційні банки (12 166), на другому місці були національні банки (7 145), за ними йшли депозитні банки (1 759), трастові компанії (1 089) і банкірські контори (934) (Банки за границей. Американские банки и банкиры // Банковское дело. — 1913. — № 1. — С. 27–28).

найбільших індустріальних корпорацій, починали свій шлях досить скромно, з невеликих компаній, які торгували одягом чи іншими дрібними товарами. Такий шлях пройшли не тільки Морган, але й Brown Brothers, Kuhn, Loeb and Company, Seligmans і багато інших. У цьому не було нічого незвичайного — багато відомих фінансистів починали з дрібного бізнесу.

Серед небанківських учасників американського фінансового ринку зростало значення страхових компаній, які спеціалізуються на страхуванні життя. Ці компанії («велика трійка» — Equitable Life, Mutual Life, New York Life) стали для Уолл-стріт новим джерелом капіталу. Страхові компанії вважалися тоді основним способом збагачення. «От де заробляють великі гроші». Однак «тут від вас вислизне більша частина прибутків, якщо у вас немає власних банків» для придбання цінних паперів⁸⁷⁹. Ці компанії акумулювали у своїх руках значні капітали, які могли бути інвестовані на тривалий термін, що визначався самою специфікою страхування життя на відміну від страхування ризиків. Їхні активи збільшилися з 403 млн дол. у 1875 р. до 1,7 млрд дол. у 1900 р., і ці компанії найчастіше вкладали кошти в залізничні та промислові акції.

Капітали, які потрібно було десь вигідно вкладати, незабаром почали перетікати в акції інвестиційних трастових компаній⁸⁸⁰, що керували активами інвесторів на основі трастового договору. Членів рад директорів страхових компаній стали включати до складу директорів трастів, і саме капітали страхових компаній мали велике значення у швидкому роз-

⁸⁷⁹ Одна з компаній, що виробляла електротехніку, захотіла розширити своє підприємство і випустила облігації на суму двісті тисяч доларів. Власник компанії звернувся до страхового товариства і запропонував йому купити їх за курсом 90%, але страхова компанія відмовилася, порадивши звернутися в кредитне товариство. Там запропонували купити облігації за курсом 80% номіналу, і довелося погодитися, оскільки вибору не було. А кредитне товариство продало потім ці папери тому самому страховому товариству за номіналом. За словами одного з героїв роману Сінклера, «я міг би назвати вам з десяток трестів у Нью-Йорку, які є лише сполучною ланкою для страхових компаній, вони існують спеціально для цих ігор» (Сінклер Е. Дельцы / Э. Синклер. — <http://www.royallib.ru>).

⁸⁸⁰ Схожість слів trust (промисловий трест як попередник холдингу) і trust company (довірча компанія з керування активами) не має вводити в оману. Інвестиційні трастові компанії не мали відношення до трестів — в основі діяльності цих компаній з управління активами був трастовий («довірчий») договір інвестора з компанією про передачу в управління своїх активів для їхнього подальшого вигідного інвестування.

квіті трастів. Страховий і трастовий бізнес були тісно переплетені, а найбільші учасники цього ринку були, у свою чергу, пов'язані із ключовими постатями фінансового світу⁸⁸¹.

Функції трастових компаній частково нагадували функції комерційних банків (вони приймали вклади клієнтів, видавали кредити, брали участь у фінансуванні промислових підприємств і залізниць). Наприкінці XIX ст. трастові компанії перетворилися на повноцінні інвестиційні банки. З 1897 по 1907 р. у Нью-Йорку активи трастових компаній зросли на 244 % з 396,7 млн дол. до 1364 млн, у той час як активи приватних банків збільшилися на 97 % (з 915,2 млн дол. до 1800 млн дол.), а державних банків на 82 % (з 297 млн дол. до 541 млн дол.)⁸⁸². Трастові компанії значно менше регулювалися законодавством (особливо це стосувалося їхніх операцій на ринку акцій), і це давало можливість більшої свободи дій на ринку. Тому вони, як найслабша та нестабільна ланка фінансової системи, часто інвестували капітали в ризиковані цінні папери. Більша, ніж у банків, прибутковість стала однією з причин популярності таких компаній. А про ризикованість інвестицій замислювалися не всі.

Найбільшими з трастових компаній стали Bankers Trust, Guaranty Trust Company of New York, Manufacturers Trust та інші. Однією з відомих трастових компаній була Knickerbocker Trust Company, заснована у 1884 р. Фредом Елдріджем, давнім приятелем Дж. П. Моргана. Компанія стала символом успіху інвестиційних трастів — нового для США різновиду фінансових посередників, які спеціалізувалися на керуванні активами клієнтів. Однак компанія збанкрутувала під час кризи 1907 р.

Втім, компанію Knickerbocker Trust важко було назвати великою, були значно більші трасти, які дістали підтримку з боку Моргана, — The Trust Company of America та Lincoln

⁸⁸¹ Президент New York Life Джон МакКолл був ставлеником Моргана, інші найбільші гравці страхового ринку також були тісно пов'язані з фінансовою елітою Уолл-стріт. Equitable Life контролювала Mercantile Trust Company, а Mutual Life — трастову компанію New York Guarantee and Indemnity Company, перейменовану на Guaranty Trust Company після того, як до складу ради директорів трастової компанії ввійшли керівники страхової компанії Mutual Life.

⁸⁸² Moen J. The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies / J. Moen, E. Talmann // Journal of Economic History. — 1992. — Vol. 52. — № 3. — P. 612, 616.

Trust. За розміром активів (100 млн доларів) Trust Company of America посідала друге місце, випереджаючи компанію Knickerbocker Trust, яка була на третьому місці. Для порівняння, активи найбільшого в США банку, National City Bank, становили в 1907 р. 231,5 млн доларів⁸⁸³.

Проблема якості корпоративного управління та фінансової інформації

В епоху загальної монополізації загострилася проблема якості корпоративного управління та захисту прав інвесторів. До кінця XIX ст. цьому не надавали особливого значення — державне регулювання економіки здійснювалося на рівні окремих штатів, і тільки на початку XX ст., коли посилювалися протести проти підвищення впливу монополістів (залізничних компаній, промислових трестів і великих промислових корпорацій), проблеми державного регулювання почали розглядати на федеральному рівні. У 1887 р. Конгрес затвердив Interstate Commerce Act, у 1906 р. — Hepburn Act і в 1910 р. Mann-Elkins Act.

Більше уваги приділялося якості фінансової інформації щодо залізничних та інших акцій — у 1865 р. почали видавати спеціалізований щотижневик Commercial and Financial Chronicle, а в 1889 р. — Wall Street Journal. Спершу це була невелика газета на чотирьох сторінках, яка згодом стала одним із найавторитетніших джерел фінансової інформації. Крім того, видавалися American Railroad Journal, Poor's Manual of Railroad Securities (видавцем якого був Генрі Пур, іменем якого назвали рейтингове агентство Standard & Poor).

Нью-Йоркська біржа

Нью-Йоркська біржа (New York Stock Exchange) після телекомунікаційної революції другої половини XIX століття та впровадження у свою роботу телеграфу із середини 1840-х рр.

⁸⁸³ Cassis Y. Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finances / Y. Cassis. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 16.

і телефону з 1878 р. стала основним у США ринком цінних паперів. У 1912 р. на ній проводили операції з 45 % усіх цінних паперів, що були в лістингу на інших американських біржах, 69 % усіх акцій і 91 % облігацій⁸⁸⁴.

Біржа спеціалізувалася на акціях великих компаній з доброю репутацією (до 1890-х років — переважно залізничних). Вважалося, що цінним паперам дрібних чи ненадійних компаній на ній немає місця, і з цієї причини акції страхових компаній тривалий час не котирувалися на цій біржі. У 1898 р. 60 % цінних паперів у США були залізничними (у 1914 р. — понад 40 %). Серед цих паперів переважали американські облігації, розміщені в інших країнах, — до 1913 р. залізничних облігацій було випущено на 11,2 млрд дол., акцій — на 7,2 млрд. Як і в Англії, саме масове залізничне будівництво та його фінансування за допомогою цінних паперів стало вирішальним чинником у створенні інвестиційної культури та масового ринку цінних паперів. Хоча серед емітентів переважали залізничні компанії, швидко зростали в ціні також акції промислових компаній — Western Union Company, Edison General Electric тощо.

Організація Нью-Йоркської біржі відрізнялася від трьох інших найбільших бірж. Подібно до Лондонської, вона була повністю автономною, однак (на відміну від Лондонської біржі) учасники Нью-Йоркської ставали її співвласниками. При цьому кількість учасників залишалася незмінною з 1879 по 1914 р. — 1100 осіб. Тому для бажаючих стати членом біржі існували певні обмеження — не настільки суворі, як на Паризькій біржі, але важливіші, ніж на Лондонській. Вартість місця на Нью-Йоркській біржі зросла з 7500 доларів на початку XIX століття до 79 500 доларів у 1914 р.

Хоча значення Нью-Йоркської біржі в міжнародних процесах експорту капіталу було поки ще обмеженим, з початку XX ст. воно почало швидко зростати, особливо після того, як у серпні 1900 р. через біржу (і за допомогою банкір-

⁸⁸⁴ Michie R. The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914 / R. Michie. — L.: Allen and Unwin, 1987. — P. 168–170. У 1880 р. вартість облігацій, що торгувалися на біржі, становила 644 млн дол., акцій — 6,66 млн; у 1900 р. — 787 і 11,72 відповідно; у 1909 р. — 1327 і 21,138. У 1909 р. у лістингу було 1053 найменування облігацій і 426 — акцій (Davis L. E. Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914 / L. E. Davis, R. E. Gallman. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 316–317. — Table 3.5).

ського дому Дж. Моргана) розмістили британські облігації державної позики на 10 млн фунтів, випущеної для фінансування англо-бурської війни⁸⁸⁵. У 1905 р. на Нью-Йоркській біржі були розміщені японські державні облігації на 75 млн доларів. Загалом з 1900 по 1913 р. через біржу розмістили в США облігації 250 іноземних позик на загальну суму понад 1 млрд доларів (насамперед облігації німецьких та інших європейських міських муніципалітетів, мексиканські консолідовані залізничні облігації, а також облігації лондонського метрополітену)⁸⁸⁶.

Зі зростанням міжнародного значення американського ринку цінних паперів була пов'язана і поява в Нью-Йорку відділень іноземних банків (їх кількість досягла 20 у 1914 р., з них 11 британських, 5 канадських, а також по одному кубинському, італійському, японському й чеському)⁸⁸⁷.

Хоча загалом американський ринок цінних паперів ще залежав від британського, концентрація капіталів американськими корпораціями призвела до того, що вони почали інвестувати фінансові ресурси в інші країни — у 1914 р. обсяг цих інвестицій досяг 2,65 млрд дол. У 1913 р. експорт капіталу зі США розподілявся в такий спосіб: 46 % — у країни Латинської Америки, 25 % — у Північну Америку (Канада), 20 % — у країни Європи, 6 % — інші країни.

Циклічність у розвитку американського ринку цінних паперів

Після закінчення кризи 1873 р. і спричиненої нею депресії друга половина 1870-х — початок 1880-х років були позначені масовим залізничним будівництвом і збільшенням основного капіталу промисловості⁸⁸⁸. На початку 1880-х років

⁸⁸⁵ Burk K. Morgan Grenfell 1838–1988. The Biography of a Merchant Bank / Burk K. — Oxford: Oxford University Press, 1989. — P. 111–123.

⁸⁸⁶ Carosso V. Investment Banking in America. A History / Carosso V. — Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. — P. 80–82.

⁸⁸⁷ Wilkins M. The History of Foreign Investment in the United States to 1914 (Harvard Studies in Business History) / M. Wilkins. — Harvard: Harvard University Press, 1989. — P. 453–469.

⁸⁸⁸ З 1879 по 1883 р. у США побудували 63,9 тис. км залізниць (під час

відзначалося загальне поживлення і на фінансовому ринку, і в промисловості. Однак масштабні залізничні проекти супроводжувалися численними зловживаннями та шахрайством, а залізничні магнати збагачувалися за рахунок дрібних інвесторів, які вкладали свої заощадження в акції.

«Нові й нові доходи... стікаються із усіх кінців країни на Уолл-стріт... у наш час люди не люблять ховати гроші в скрині... вони прагнуть вкласти їх у справу, і ви знайдете таку справу. Візьміть, наприклад, міські залізниці тут, у Нью-Йорку. Здавалося б, який надійний дохід очікує отут вкладників! Вуличний рух зростає, будівництво нових ліній не встигає за ним. Прибуток гарантований». Інвестори масово купували акції та облігації міських залізниць, а організатори компаній, які будують ці дороги, багатіли. «Зазвичай це політичні діячі, які одержують винагороду замість тих зручностей, які вони надають місту»⁸⁸⁹.

Один із героїв роману Е. Сінклера «Ділки», який ще не має досвіду великих афер із цінними паперами, ділиться зі своїм співрозмовником планами створення залізничної компанії. «А чи не стоїть випадково за спиною вашої залізничної компанії який-небудь трест?» — запитує його досвідчений у таких справах співрозмовник. «Безсумнівно», — відповів перший⁸⁹⁰.

підйому 1869–1873 pp. — 45,1 тис. км) (Commercial History and Review of 1882. Economist Supplement, 1883. — P. 32).

⁸⁸⁹ «Вони запровадили нову систему, яка діє, як автомат проти лука й стріл; організують синдикат, а він без жодних витрат одержує привілеї на будівництво доріг, а потім продає їх якійсь компанії за мільйони. Траплялося, вони продавали привілеї, яких взагалі не мали, і такі залізниці, яких взагалі ще не існувало. Вам будуть говорити про кількарізові реконструкції, яких насправді не було. А зрештою вони загрибають приблизно тридцять мільйонів доларів. Тим часом дрібні акціонери дивуються, чому вони не одержують свого дивіденду!» (Синклер Е. Дельцы / Э. Синклер. — <http://www.royallib.ru>).

⁸⁹⁰ За словами досвідченого співрозмовника, незабаром вам скажуть, що перший випуск облігацій не покриває вартості запланованих робіт. «Кошторис назвуть заниженим», потім випустять нову партію облігацій, «і компанія вашого президента отримає новий підряд. Потім ви довідаєтеся, що ваш президент організує промислове підприємство неподалік від дороги, а дорога надасть йому знижку або буде перевозити його товари безкоштовно. Він може також змусити дорогу заплатити йому за експлуатацію вагонів, які є його особистою власністю. Або, можливо, він має якесь промислове підприємство, і будівництво дороги для нього взагалі другорядне. — А хіба ви знаєте, про яку дорогу я казав? — запитав недосвідчений підприємець. — Адже ви описали абсолютно точну картину». Його співрозмовник «відкинувся в кріслі й засміявся» — він сміявся довго, тому що добре знав на відміну від підприємця-початківця, що та сама схема застосовувалася у всіх залізничних компаніях (Там само).

У залізничних (так само як і в сталеливарних і багатьох інших) компаніях їхні власники-монополісти планомірно збільшували свій пакет акцій (і, відповідно, свій вплив) за допомогою додаткових емісій акцій. На загальних зборах пропонувався проект додаткової емісії з переважним правом викупу існуючими акціонерами та з умовою, що непродані акції залишаються за основними великими акціонерами, які одержують у такий спосіб більший контроль над компанією⁸⁹¹.

Тим часом назрівала нова криза. Її наближення прискорювала тенденція до монополізації, яка особливо сильно стала помітна в США у залізничному будівництві та у видобутку нафти. Монополізація поширювалася на інші галузі промисловості, а також на банківський бізнес. Саме монополізація у всіх країнах посилювала біржову спекуляцію та кредитну експансію, розширюючи засновництво (зокрема в залізничному будівництві) до нереалістичних розмірів. Це не могло не закінчитися черговим крахом. У другій половині 1881 р. у США з'явилися ознаки спаду залізничного буму і наближення промислової кризи. У січні 1881 р. курс акцій залізничних компаній досяг максимуму, після чого почалося його падіння, яке прискорювалося, — адже біржі були переповнені залізничними паперами. У липні 1881 р. почали знижуватися курси промислових акцій, а скоро стала збільшуватися кількість банкрутств.

Становище ускладнювалося тим, що на європейських фінансових ринках почалося підвищення процентних ставок і обмеження кредиту, що утруднювало надходження в США іноземного капіталу, який активно брав участь в залізничних

⁸⁹¹ Крім того, звичайною була практика, коли у керівництво дороги (особливо на такі посади, як скарбник) призначали родичів одного з основних і найбільших акціонерів. Підрядників під час будівництва дороги також використовували «своїх», хоча їхні ціни зазвичай були сильно завищені. Таким чином декілька великих акціонерів збагачувалися за рахунок більшості дрібніших. І хоча великі акціонери вкладали власні капітали в будівництво дороги, вони знали, що «повернути їх собі за допомогою подібних махінацій, і на руках у них залишаться і акції, і все, що вони отримають після продажу акцій». Така практика стала дуже поширеною — «якщо дорога велика, а її очолює людина, яка має владу, то чому б їй не зробити так». «А якщо придуть із законодавчих зборів штату і почнуть порушувати такі делікатні питання, вони розкриють свої бухгалтерські книги й пояснять, що зробили великі витрати на реконструкцію; така вийшла реальна вартість дороги, скажуть вони, а обмеживши нас асигнування на транспортні витрати, ви скоротите наші дивіденди і позбавите нас власності» (Синклер Е. Дельцы / Э. Синклер. — <http://www.royallib.ru>).

проектах. У США ставки також підвищилися з 3,5% у червні 1880 р. і 5,5% в останньому кварталі цього року до 6,25% в останньому кварталі 1881 р. Перелом у стані американської економіки та початок кризи відбулися в середині 1881 р. Тому хоча 1882 р. почався ще з оптимістичним настроєм підйому, у середині цього року призупинило роботу близько 30 рейкопрокатних заводів. Ознаки промислової кризи стали очевидними⁸⁹².

Втім, на біржі та на спекулятивні настрої спад поки що не вплинув. «Широкі кола захоплювалися спекуляцією не тільки на фондовій біржі, але й на ринках зерна, бавовни, харчових продуктів... Спекулятивні операції згодом стали причиною численних торговельних банкрутств»⁸⁹³.

Однак у 1882–1883 рр., як і в інших країнах, на біржі почала зростати напруженість. Процентна ставка підвищувалася, курси акцій почали знижуватися, знову збільшилася кількість банкрутств (хоча вона і не досягала рекордних показників 1878 р.). Спад у промисловості та залізничному будівництві призвів до біржового краху. У середині травня 1884 р. паніка на біржі стала максимальною, усі акції впали в ціні, а власники намагалися продати їх за будь-яку ціну.

«Криза у травні 1884 р., без сумніву, стала результатом надмірного будівництва й фінансування залізниць протягом останніх чотирьох років. Адже у 1880–1883 рр. проклали 35 429 миль самих лише залізниць (не враховуючи будівництво інших шляхів). А це потребувало майже 500 млн фунтів додаткового капіталу, однак доходи не відповідали такому збільшенню інвестицій»⁸⁹⁴.

⁸⁹² Американський та азійський ринки на той час уже були переповнені продукцією британської текстильної промисловості, залишався експорт металу. Але незабаром американська промислова криза досягла Великої Британії, експорт металу скоротився. Наростання промислової кризи в США та Англії обтяжувалося біржовою кризою у Франції на початку 1882 р., хоча було б неправильним вважати її основною причиною промислової кризи в США та Англії, яка мала власні причини.

⁸⁹³ Commercial History and Review of 1882. Economist Supplement. — 1883. — P. 10–11.

⁸⁹⁴ Economist. — 1884. — 7. VI. — P. 689. Падіння цін на акції було особливо помітним для паперів залізничних компаній. Зокрема, з 1881 по 1884 р. курс акцій Central Pacific знизився зі 100 доларів до 30; Union Pacific з 130 до 28; New York Central з 151 до 37; Northern Pacific з 88 до 37 (L'Economiste Francais. — 1884. — 13. IX. — P. 317).

Потреба в грошах була настільки великою, що за терміновий кредит платили мінімум 4 % за добу, а середньомісячна ставка за такими кредитами досягала в травні 1884 р. 163 %. Збанкрутувало більше десяти нью-йоркських банків і понад сто провінційних. Хвиля банкрутств торкнулася великих залізничних компаній, і серйозні утруднення відчував навіть залізничний король Джей Гулд. Загальна кількість банкрутств досягла 11 тис. компаній з сукупними капіталами 226 млн доларів. Таким чином США стали головним центром кризи 1882–1884 рр., яка поширилася потім в інших індустріальних країнах. Основною причиною кризи був закономірний спад надмірного ажіотажу в залізничному будівництві⁸⁹⁵. «Величезна армія в 516 тис. осіб, зайнята у всіх галузях залізничного будівництва, була звільнена протягом одного року»⁸⁹⁶.

Проблеми були не тільки в металургійній промисловості та залізничному будівництві. «Очевидно, що ми перебуваємо в середині періоду скорочення виробництва, яке перевершує все відоме дотепер»⁸⁹⁷. «Із середини 1884 р. до середини 1885 р. одна п'ята частина промислових підприємств Сполучених Штатів Америки не працювала, інша п'ята була завантажена лише частково»⁸⁹⁸.

Новий підйом почався із другої половини 1885 р., і він був пов'язаний із черговою хвилею масового залізничного будівництва⁸⁹⁹. У США залізнична політика сформувалася

⁸⁹⁵ Якщо в 1882 р. у США побудували 18,6 тис. км залізниць, то в 1885 р. — тільки 4,8 тис. км. Відповідно скоротилося виробництво металопрокату та різного залізничного обладнання. Крім того, «у 1880, 1881 і 1882 рр. швидко збільшилася кількість заводів і фабрик у всіх галузях промисловості», а в 1884 р. будівництво промислових підприємств «майже зовсім припинилося», і «не менше 250 тис. осіб залишилося без роботи» (Depression of Trade and Industry. Second Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. — London, 1886. — Appendix, Part II. — P. 372).

⁸⁹⁶ Report on Industrial Depression. United States Bureau of Labour. — Washington, 1886. — P. 242–243.

⁸⁹⁷ Economist. — 1884. — 6. XII. — P. 1483.

⁸⁹⁸ L'Economiste Francais. — 1886. — 20. XI. — P. 628.

⁸⁹⁹ У 1885–1892 рр. у світі побудували 190 тис. км залізничних ліній, з них 75,4 тис. км у США. Там за 1885 р. проклали 4,8 тис. км залізниць, у 1886 р. — близько 14 тис. км, у 1887 р. — 21 тис. км (Partington J. Railroad Purchasing and the Business Cycle / J. Partington. — Washington: Brookings Institution, 1929. — P. 68, 79). «Особливо важливо, що дуже низькі ціни на будівельні матеріали дозволили в 1887 р. будувати нові лінії дешевше, ніж будь-коли

переважно на основі британських традицій. Вважалося, що вплив централізованої державної влади не сприяє економічному зростанню, однак система місцевого самоврядування була необхідною умовою правопорядку⁹⁰⁰. Фінансування залізничного будівництва з боку влади окремих штатів стало поширеною практикою, особливо на початковому етапі створення залізничної мережі⁹⁰¹. Найчастіше фінансова підтримка окремих штатів відбувалася у формі випуску облігаційних позик, які розміщувалися потім через Лондонську біржу серед британських інвесторів⁹⁰². Фінансова підтримка з боку місцевої влади надавала залізничним підприємцям великі можливості для зловживань. Чимало було пройдисвітів, які видавали себе за залізничних підприємців, але насправді не мали ніякого відношення до будівництва залізниць. Вони намагалися одержати фінансування від влади штатів, щоб потім вигідно його розподілити між собою.

Типовим прикладом була відома історія будівництва дороги New York and Oswego Midland. Засновники зібрали 5,7 млн доларів на будівництво залізниці, яка збанкрутувала одразу після відкриття, тому що виявилася невігідною. Однак підприємці отримали від цього проекту чималий прибуток. Частими стали спроби зникнути після збирання грошей,

раніше, і тому дороги будуть давати дохід і при меншому обсязі перевезень. До того ж будівництво здійснюють переважно компанії, які мають великі фінансові ресурси» (Economist. — 1888. — 21. I. — P. 73).

⁹⁰⁰ На основі такого загального підходу під час планування залізниць і на початку будівництва місцеві влади штатів активно втручалися у вибір маршрутів, найкращих для економічного розвитку того чи іншого регіону. Вони підтримували залізничні компанії, надаючи їм на вигідних умовах капітали і землі для будівництва доріг.

⁹⁰¹ Уряди окремих штатів мали власні доходи і, що найважливіше, мали право випускати власні облігаційні позики. Завдяки цьому вони розпоряджалися значними фінансовими ресурсами, використовуючи їх для фінансування залізничних проєктів.

⁹⁰² Ще в 1833 р., на початку залізничної епохи в США, коли штат Массачусетс вирішив надати 4 млн доларів для будівництва Західної залізниці (Western Railroad), була випущена облігаційна позика на цю суму; облігації номіновані в британських фунтах (Cleveland E. Railroad Promotion and Capitalization in the United States / E. Cleveland, F. Powell. — N.Y.: Longmans, Green and Co, 1909. — P. 217). Це було єдине можливе джерело фінансування. Фінансовий ринок у США не мав єдиного центру, його консолідація відбувалася, коли створення залізничної мережі вже йшло повними ходом. Мабуть, саме труднощі з фінансуванням залізничного будівництва створили потребу більшої організованості фінансового ринку.

навіть не почавши будівництво дороги, як це було у випадку Northwestern Railroad Company у Пенсильванії. Розмивання акціонерного капіталу було звичайною справою — воно дозволяло випускати й розміщати нові акції на суми, що не відповідали балансовій вартості дороги. Цей спосіб використовували і Корнеліус Вандербілт, і Джей Гулд, і багато інших залізничних підприємців.

Такий розмах залізничного будівництва в США не тільки активізував американську економіку, але й створив потребу в імпорті залізничних матеріалів і обладнання з інших країн⁹⁰³. Наприкінці 1880-х років США остаточно випередили Велику Британію за обсягом промислової продукції. Майже такими самими швидкими темпами розвивалася економіка Німеччини, а от Франція опинилася у не вигідному становищі⁹⁰⁴.

Однак навіть у США, де масове залізничне будівництво почалося пізніше, ніж в інших країнах, у другій половині 1880-х був останній сплеск залізничного буму. Вже у 1887 р. залізничний бум пішов на спад, і до 1890 р. обсяги залізничного будівництва скоротилися в 2,5 рази. Усі основні лінії вже були побудовані, а велика кількість дутих проєктів та інших зловживань змушувала інвесторів ставитися більш скептично до пропозицій залізничних підприємців.

Незважаючи на це, залізничний бум другої половини 1880-х років спричинив у США біржовий ажіотаж. Здавалося б, ніщо не передвіщало початок паніки. Але з початку 1890 р. на фінансовому ринку США почала зростати напруженість — у січні за кредит доводилося платити не менше 25 %, а іноді й 45 % річних. Наближалася криза 1890 р., яку часто називають лише тільки фінансовою, принаймні в США. Насправді скорочення з 1890 по 1891 р. виплавки металу на 42 % і виробництва рейок на 32 % показує, що справа була не тільки

⁹⁰³ Імпорт заліза та сталі в США зріс із 489 тис. т у 1885 р. до 1655 тис. т у 1887 р. (зокрема, з Англії — з 404 тис. до 1303 тис. т; з Німеччини — з 1036 до 1246 тис. т). Залізничний бум у США забезпечував замовленнями важку промисловість деяких країн Європи.

⁹⁰⁴ У середині століття, коли в промисловості переважала ручна праця, Франція посідала друге місце після Англії за обсягом виробництва, але вже наприкінці 1880-х років основною рушійною силою економічного зростання стала важка промисловість, і Франція щодо цього не могла конкурувати з Німеччиною та США. І навіть експорт капіталу із Франції почасти був наслідком недостатньо активного промислового розвитку.

в біржовій кризі. Фінансова криза лише відображала кризу промислову, спричинену, як завжди, надвиробництвом.

Початок кризи в Німеччині, а потім в Аргентині та Англії став причиною паніки на американських біржах. У перші дні серпня банки мали надлишковий резерв 8,9 млн дол., а до кінця серпня — вже дефіцит у 2,5 млн дол. через масовий відтік золота. Відсотки за кредит досягали 186 % річних⁹⁰⁵.

Курси всіх акцій знижувалися, і своєї кульмінації криза досягла в листопаді, у той самий час, що і в Лондоні. Особливо сильна паніка почалася 15 листопада після повідомлення про крах банкірського дому братів Берингів⁹⁰⁶. Найбільше падіння торкнулося цінних паперів залізничних і промислових компаній, а також банків. Під кінець року їхня вартість ще більше зменшилася і для деяких паперів була втричі нижче номіналу. Втім, ця криза стала в США лише проміжною, з другої половини 1891 р. почалося помітне поліпшення.

Набагато серйознішою стала криза 1893 р. Після краху банку Берингів у 1890 р. британські інвестори почали масово позбуватися від великих пакетів американських паперів і скуповувати золото. Приводом для кризи стало ухвалення 14 липня 1890 р. Акту Шермана про закупівлю срібла, згідно з яким уряд мав право щомісяця скуповувати за ринковою ціною 4,5 млн унцій срібла і випускати на цю суму білети державної скарбниці⁹⁰⁷. Почалося падіння цін на срібло, і виник-

⁹⁰⁵ Commercial and Financial Chronicle. — 1890. — VIII. 2. — Р. 15. «У серпні почалася перша в 1890 р. паніка на грошовому ринку. Якщо 2 серпня банки мали надлишковий резерв 8,9 млн доларів, то 23 серпня — вже дефіцит 2,5 млн доларів». Водночас «спостерігався великий експорт золота. За тиждень, що минув 2 серпня, він перевищив 6,5 млн доларів, за наступний тиждень — 2 млн доларів. Попит на гроші із Заходу й Півдня був великий. Ставка на кредити була дуже висока, становлячи 20 % на першому тижні, 25 % на другому, а 21 серпня платили 0,5 % комісійних у день понад звичайні 6 %, що еквівалентно 186 % річних» (Commercial and Financial Chronicle. — 1890. — 2.VIII. — Р. 15).

⁹⁰⁶ На Нью-Йоркській біржі за дві години продали більше 400 тисяч акцій, що призвело до обвального падіння всіх курсів. Загалом за листопад продали 9 млн акцій за 424 млн доларів при номінальній їхній вартості 851 млн, тобто в середньому вдвічі дешевше. Збільшувалася кількість банкрутств — у жовтні 860 компаній, у листопаді — 930, у грудні — більше 1500 (Commercial and Financial Chronicle. — 1891. — I. 10. — Р. 2, 10, 64).

⁹⁰⁷ Автор акту сенатор Джон Шерман більше відомий як автор першого спрямованого проти трестів антимонопольного закону — Sherman Act від 8 квітня 1890 р. (Sherman Act. — <http://www.law.cornell.edu>).

ли загальні побоювання, що обмін срібла на золото припиниться. Це призвело до відтоку золота за межі США на суму 500 млн дол. Золотий запас зменшився зі 120 млн дол. на початку 1893 р. до 90 млн у червні, після чого виникла погроза інфляції долара.

Незважаючи на все це, на біржі почався черговий спекулятивний бум, масштаби якого не відповідали реальному стану справ. У січні курс промислових акцій був на 14 % вище максимального рівня перед кризою 1890 р. і на 150 % вище мінімального рівня наприкінці 1890 р. Причиною цього стала надмірна кредитна експансія. Але незабаром індекс Standard & Poor почав швидко падати й знизився на 27 % до лютого 1893 р. На біржі почалася криза, яка швидко набула гострої форми.

Поштовхом до початку кризи стало банкрутство 20 лютого однієї з найбільших залізничних компаній Philadelphia Railway Company — її основний капітал становив 40 млн дол., а борги досягли 125 млн. Банкрутство цієї компанії стало наслідком конкурентної боротьби залізничних магнатів. За один тільки день продали 960 тис. акцій цієї компанії, а загалом за цей день продаж акцій став рекордним для біржі — 1,6 млн. Усе це призвело до обвального падіння курсів цінних паперів, а банки швидко скоротили кредитні операції. Нова хвиля банкрутств почалася в травні — зокрема, припинив існування один із найбільших трестів National Cordage Company. Ціна акцій багатьох великих компаній знизилася в 2–3 рази, а середній курс промислових акцій зменшився за першу половину 1893 року в 1,8 раза.

Дестабілізованою була і банківська система — почалося масове вилучення вкладів з банків, які не могли забезпечити грошима вкладників, які вірно зрозуміли, що насувається ще одна фінансова буря. Із травня до вересня було вилучено внесків на 300 млн дол. Банки у свою чергу стали вимагати погашення кредитів, і це поставило багато компаній у скрутне становище. До середини літа кредитна система була паралізована, почався період загальної стагнації, а процентна ставка зросла до 12–18 %. У серпні близько 600 банків повністю або частково припинили платежі, і паніка досягла максимуму. «Ніхто не насмільювався витратити гроші, тому що не був впевнений, що зможе одержати свій вклад у банку... утруднювалася виплата заробітної плати... робітники отримували

лише невелику частину заробітної плати готівкою, решту... сертифікованими чеками, які вони могли обміняти на гроші найчастіше лише з доплатою»⁹⁰⁸. Кількість банкрутств зросла з 7538 у 1890 р. до 11 174 у 1893 р., найбільше їх було серед залізничних компаній. З них збанкрутувало 74 компанії, які контролювали 29 тисяч миль залізничної мережі. За повідомленнями преси, вплив кризи на курси залізничних акцій відчувався до середини 1892 р.⁹⁰⁹.

Після зниження оптових цін виробники продукції почали масово зменшувати зарплати. Прядильників однієї з фабрик сповістили, що їм «доведеться обирати між скороченням зарплати і закриттям підприємства. Вони обрали закриття, не бажаючи працювати на скорочену зарплату»⁹¹⁰. Безробіття в США почало зростати і в 1894 р. становило 12,3% (у 1897 р. — 12,4%), потім воно трималося на рівні 10% до 1899 р.⁹¹¹.

Внаслідок цієї кризи в США настала депресія 1890-х років, під час якої посилилася соціальна напруженість (у 1894 р. відбулося 1400 страйків робітників промислових підприємств — найбільша кількість за все XIX століття). Стагнація у промисловості й торгівлі, що почалася в 1893 р., тривала близько чотирьох років і закінчилася тільки в 1897 р., а криза 1893 року стала для США найбільш серйозною і глибокою за все XIX століття.

Із середини 1890-х років в економіці США почався новий підйом. Його особливість була в тому, що вперше не залізничні проекти стали рушійною силою економічного зростання, а інші галузі промисловості — металургія, машинобудування, електротехніка. І хоча в 1890-ті роки залізничні проекти залишалися важливим напрямом інвестування (за десять років загальносвітовий обсяг інвестицій у ці проекти досяг 10 млрд доларів), однак у 1890-ті роки у світі було побудовано на 30% менше залізниць, ніж у 1880-ті роки; зокрема у США — на 43% менше.

⁹⁰⁸ Economist. — 1894. — I. 6. — P. 15.

⁹⁰⁹ American railway securities unfavourably affected by the strikes // The New York Times. — 1892. — August 22.

⁹¹⁰ Want Old Rate Restored // Boston Daily. — 1894. — 10 Febr. — P. 10.

⁹¹¹ Rommer C. Spurious Volatility in Historical Unemployment Data / C. Rommer // Journal of Political Economy. — 1896. — Vol. 94. — № 1. — P. 1–37.

У Штатах за перше півріччя 1899 р. загальний обсяг емісій цінних паперів досяг 1064 млн дол., а тих, що офіційно котирувалися на біржах, на 620 млн (у 1895 р. котирувалося паперів на 300 млн дол.). Серед випущених паперів облігацій було на 258,5 млн (залізниць — 239,712 млн; промислових товариств — 18,821 млн), решта — акції⁹¹². «У промисловості працює все більша кількість громадян цивілізованих держав; вона поглинає нові й нові капітали, а її поступальний рух є найкращим показником зростання економічної могутності кожного з народів», — відзначав сучасник у 1899 році, на піку промислового підйому другої половини 1890-х років⁹¹³.

Наближення наступної загальносвітової фінансової кризи 1900 р. у США почало відчуватися з початку року — обсяги промислової продукції (зокрема у металургійній промисловості) стали знижуватися, а середній курс промислових акцій зменшився з 75 дол. у листопаді 1899 р. до 56 дол. у вересні 1900 р. Зростання напруженості стимулювалося процесами монополізації — з початку 1901 р. виникло 75 нових трестів, що охоплювали 1671 компанію, а загальний акціонерний капітал нових трестів досягав 2,9 млрд дол. Під час створення трестів поширеною була практика нових

⁹¹² Акцій залізниць випустили на 213,9 млн дол., промислових — на 130,1 млн, транспортних — на 17,1 млн, банківських — на 0,7 млн. Акцій, що офіційно не котирувалися, випустили на 442,8 млн дол. Більшість випусків нових акцій провели промислові групи — American Steel & Wire, Continental Tobacco, American Tin Plate та інші. Особливістю ринку акцій США було також те, що значна частина емісій стала «результатом виникнення трестів різної категорії», а також «завищеної оцінки нових підприємств. Тому реальна цінність нових акцій... проблематична» (Финансовая хроника. Англия и Соединённые Штаты // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 31. — С. 183). «Капітали більшості цих трестів складаються зазвичай із привілейованих акцій, на одну третину зі звичайних акцій... є трохи облігацій». Мабуть, «згодом їх буде випущено більше, коли товариства у важкі роки будуть потребувати грошей». «Більшість привілейованих акцій має право на фіксований дивіденд, виплачуваний з доходів наступних років», і якщо цей дивіденд не був «виданий повністю із прибутків звітного року, то прибутковість звичайних акцій не завжди забезпечена» (Подъём промышленности и его последствия — финансовые и экономические // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 33. — С. 257).

⁹¹³ Подъём промышленности и его последствия — финансовые и экономические // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 33. — С. 254.

великих емісій акцій, що давало чималий прибуток засновникам, але при цьому відбувалося розмивання основного акціонерного капіталу⁹¹⁴.

У травні 1901 р. на Нью-Йоркській біржі раптово почалася масштабна криза — за три дні знизилися на десятки відсотків курси всіх акцій, зокрема ті, які вважалися найбільш надійними (акції «Сталевого тресту» знецінилися на 50%). Загальні збитки від зниження курсів за декілька днів досягли сотень мільйонів доларів. Поштовхом, що прискорив настання біржового краху, стала конкурентна боротьба фінансово-промислових груп Рокфеллера й Моргана за контроль над залізницею Northern Pacific. У процесі боротьби Морган наказав придбати 150 тисяч акцій цієї дороги для одержання контролю над нею, і його біржові маклери уклали угоди з постачання цих акцій на певний термін. Але виявилось, що угоди укладено на більшу кількість акцій, ніж тоді реально було на ринку. Це призвело до різкого зростання курсу (110 дол. — 5 травня, 205 — ранком 9 травня, 1000 — увечері 9 травня), а також до загальної напруженості на біржі, а потім і паніки, кульмінація якої настала 9 травня.

Ця біржова криза була гострою і драматичною, але тривала недовго, і вже в червні 1901 р. курси акцій почали підвищуватися, а потім відновився промисловий підйом, хоча в країнах Європи в цей час криза ще тільки посилювалася⁹¹⁵. Унаслідок цієї загальносвітової фінансової кризи 1900–1901 рр. обсяг міжнародних інвестицій на ринках цінних паперів значно знизився, хоча потім швидко відновився після 1904 р.

⁹¹⁴ Зокрема, уся емісія акцій «Сталевого тресту» в 1901 році не була ніяк підкріплена зростанням вартості реальних засобів виробництва, а з отриманих від продажу акцій прибутків не менше 150 млн доларів було витрачено на хабарі, які давали під час засновництва (Moody J. The truth about the trusts: a description and analysis of the American trust movement / J. Moody. — New York: Greenwood Press, 1904 (Reprint. — 1968). — P. 453–475).

⁹¹⁵ Одним із наслідків кризи стало те, що в 1901–1902 рр. американська металургійна промисловість, ще недавно визнаний лідер, почала втрачати ринки збуту і вони скоротилися на 1,8 млн т, у той час як німецька промисловість, використовуючи свою основну перевагу — дешевшу робочу силу — розширила ринки збуту на 2,5 млн т.

Криза 1907 р. та її наслідки

Криза 1907 р. у США перевищила за глибиною та силою всі попередні кризи⁹¹⁶. Е. Сінклер так описував типову схему гри з акціями напередодні паніки 1907 р. Створивши компанію (наприклад, трест з виробництва мила), «свої доходи ви оцінюєте подвійно проти реальних, тому що розраховуєте надалі подвоїти капітал. Далі для реалізації хитрих планів ви випускаєте новий пакет акцій на суму, яка утричі перевищує ці уявні доходи». Потім розпускаєте чутки «про чудесні властивості вашого мила і про всі привілеї та права, що дає монополія його виробництва, яку ви маєте. Завдяки цьому ви продаєте свої акції... по вісімдесят відсотків. Але, навіть продавши всі акції, керування підприємством ви залишаєте у своїх руках. Пайовики безпомічні та неорганізовані, а у вас усюди свої люди»⁹¹⁷.

Напруженість на фінансовому ринку перед наступною кризою 1907 року стала проявлятися ще з кінця 1906 р., коли процентна ставка в банках Нью-Йорка зросла з 5,3 до 6,3%. Ціни промислових акцій знижувалися — у липні 1906 р. їхній курс був у середньому на 10% нижче, ніж у січні цього року. У серпні 1906 р. на американських біржах почалася чергова гра на підвищення, яку вела одна з найбільших залізничних компаній Union Pacific та її президент (у 1904–1907 рр.) Едвард Харріман, один із американських «залізничних королів».

⁹¹⁶ Побічно про силу кризи можна робити висновки на основі спаду виплавки металу (чавуну), який досяг у 1907 р. 38% (у 1873 р. — 27%, у 1882 р. — 13%, у 1893 р. — 27%, у 1903 р. — 8%).

⁹¹⁷ Спершу «поширилися тривожні чутки щодо нестабільності створеного тресту, потім його рада директорів збирається на нараду й заявляє, що трест не в змозі виплачувати відсотки з доходу». Зрозуміло, що «акціонери в паніці, деякі протестують. Але... ви витягаєте свій виграшний білет раніше, ніж хтось зрозуміє, у чому суть справи. Паніка спричиняє падіння цін на ваші акції, і ви самі скуповуєте більшість їх. Потім пайовики дізнаються, що трест із виробництва мила перейшов в інші руки, тому вирішили обрати нову, чесну адміністрацію, а виробництво мила тим часом зростає». Справи налагоджуються, «ви купуєте ще декілька фабрик і знову випускаєте акції», ціна на них «знову підвищується, і ви знову продаєте свої. Подібні махінації роблять систематично кожні два або три роки. І щоразу ви збираєте нові прибутки з осіб, які захотіли вкласти свої гроші в справу». При цьому «крім деяких осіб з Уолл-стріт ніхто не має можливості стежити за вашими діями» (Сінклер Э. Дельцы / Э. Сінклер. — <http://www.royallib.ru>).

Після оголошення про підвищення дивідендів з 6 до 10 %, курс акцій піднявся за добу на 35 пунктів, до того ж 130 млн дол. було спрямовано цією компанією на біржу, щоб купувати акції інших залізниць і таким чином створити загальний ажіотаж — це було частиною плану гри на підвищення. Біржові операції надзвичайно активізувалися, і в 1906 р. на Нью-Йоркській біржі продали 284 млн акцій на 23 млрд дол., що стало для біржі рекордом. Але надто довго утримувати ринок акцій у такому перегрітому стані було важко, і в жовтні курси акцій почали падати, що дестабілізувало банки, які вклали свої капітали в цю гру. Потрібна була допомога з боку казначейства, і воно спрямувало у проблемні банки значні суми з державного бюджету⁹¹⁸.

Масштаби біржової спекулятивної гри були такими великими, що саме Штати стали основним центром світової фінансової кризи, перші ознаки якої почали проявлятися навесні 1907 р. Це було пов'язано як з темпами зростання американської економіки (на початку XX століття в середньому 7,3 % на рік), так і високою її волатильністю — 6,5–8 % на рік⁹¹⁹. І хоча напруженість на фінансовому ринку відзначалася ще з 1906 р., гостра біржова криза в березні 1907 р., як завжди, стала для багатьох повною несподіванкою. А в жовтні 1907 р. у США почалася друга хвиля кризи, спершу пов'язана з компаніями, які видобували мідь⁹²⁰.

Причини кризи 1907 р. у США (крім загальної циклічності розвитку ринкової економіки, яка стала помітнішою у всіх країнах через концентрацію виробництва та конкурентну боротьбу між монополістами), були пов'язані з такими специфічними обставинами, як землетрус у Каліфорнії 17 серпня 1906 р. (збитки від якого досягли 350 млн дол.), бум на ринку нерухомості, а також швидке зростання значення страхових і трастових компаній на ринку цінних паперів.

⁹¹⁸ Reibnitz K. von. Die New Yorker Fondsbörse (Stock Exchange): ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung / K. von Reibnitz. — Fischer, 1912. — P. 96.

⁹¹⁹ Bruner R. F. The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market's Petrfect Storm / R. F. Bruner, S. D. Carr. — New Jewrsey: John Wiley & Sons, 2007. — P. 7.

⁹²⁰ Попит на мідь, яку використовували в електротехніці, швидко збільшився з початком бурхливого розвитку електротехнічної промисловості.

Банкрутство інвестиційної трастової компанії Knickerbocker Trust Company підштовхнуло стрімке поширення кризи в США, подібно до того, як у 1857 р. поштовхом до початку кризи став крах Ohio Life Insurance & Trust Company. Свою роль у виникненні передкризового стану відіграло також швидке роздування ненадійних кредитів.

Криза незабезпечених кредитів була для американської фінансової системи явищем новим, і в пресі велися дискусії, чи справді перша хвиля паніки 1907 року була кредитною кризою⁹²¹. Сьогодні зв'язок паніки 1907 року із кризою незабезпечених кредитів уже очевидний, і події 1907 р. мимоволі порівнюєш із кризою 2007–2009 рр. (яка почалася у США також як криза незабезпечених кредитів на ринку нерухомості).

Першим поштовхом до початку кризи стало інтерв'ю відомого тоді підприємця Едварда Харрімана. Він вирішив розпочати гру на зниження і тому навмисно песимістично оцінив перспективи ринку акцій залізничних компаній. Мети він досягнув — за один день 13 березня курси залізничних акцій знизилися на 20 %, збитки від цього становили 2 млрд дол. У березні було також значне падіння курсів акцій на біржах Лондону й Берліну.

У цей час Фріц Хейнце, один із американських «мідних королів» (він контролював компанію United Copper Company, яка видобувала мідь), очолив спекулятивну групу, що масово скуповувала акції якогось одного банку, щоб одержати під їхню заставу кредит, і на нього скуповувати акції наступного банку. Ну і так далі. Таким чином Ф. Хейнце одержав контроль над декількома банками середнього масштабу в Нью-Йорку. Основним конкурентом Ф. Хейнце на ринку міді стала Amalgamated Copper Company з капіталізацією 75 млн дол. (створена в 1898 р. Генрі Роджерсом, компаньйоном Дж. Рокфеллера у Standard Oil), і наявність такого серйозного конкурента вплинула на подальший хід подій.

У жовтні спекулятивна група Хейнце почала гру на підвищення курсу акцій United Copper Company, піднявши його з 39 до 60 дол. за акцію. Але, оскільки виробництво міді зросло й почало перевищувати попит, утримувати ціни на акції не вдалося, і вони різко впали, у чому відіграли свою роль конкуренти — Дж. Рокфеллер і Дж. П. Морган. Почалася паніка,

⁹²¹ Not a credit crisis // The New York Times. — 1907. — March 17.

а з 14 по 16 жовтня курс акцій United Copper Company взагалі знизився з 60 до 10 дол. На межі банкрутства опинилися банки, які фінансували гру на підвищення, і почалося масове вилучення вкладів.

Банкрутство трастової компанії Knickerbocker Trust Company і друга хвиля кризи

Друга хвиля кризи почалася в США після банкрутства 22 жовтня Knickerbocker Trust Company, тісно пов'язаної зі спекулятивними операціями Ф. Хейнце з міддю. Про масштаб діяльності трастової компанії свідчить вже те, що вона займала розкішний, облицьований мармуром будинок у престижному місці на розі П'ятої авеню і 34-ї вулиці в Нью-Йорку, через дорогу від знаменитого готелю «Уолдорф-Асторія».

Напередодні краху Knickerbocker Trust Company мала 18000 клієнтів і 65 млн дол. депозитів, але участь у фінансуванні спекулятивної гри на підвищення, затіяної Ф. Хейнце, стала фатальною, і обвальне падіння курсів акцій United Copper Company призвело до банкрутства респектабельної ще недавно трастової компанії та самогубства її президента Чарльза Т. Барні⁹²².

Після цього почалася загальна банківська криза, спричинена великою кількістю незабезпечених ризикованих кредитів (зокрема на придбання цінних паперів) і відкриттям нових банків, які не мали надійних фінансових ресурсів. Масштаби кризи збільшувалися завдяки тому, що на початку XX століття складність фінансової системи США зростає. У 1907 році в неї входило 16000 різних організацій (у 2008 р. — 8400), а центрального банку не було. Багато банків у Нью-Йорку та інших великих містах призупинили платежі. Вартість кредитів зростає в Нью-Йорку до 125–130 %, іноді й до 150 %, але навіть і на таких умовах його було практично неможливо одержати.

⁹²² Після закінчення кризи Knickerbocker Trust Company відновила свою роботу з 26 березня 1908 р. (The banking crisis. The Knickerbocker Trust Company will resume business // The New York Times. — 1908. — March 08. — <http://www.query.nytimes.com>) і розплатилася з усіма вкладниками, видавши обіцяні відсотки. У 1912 р. цю компанію поглинула Columbia Trust Company, після чого виникла Columbia-Knickerbocker Trust Company, у свою чергу поглинена в 1923 р. Irving Trust Corporation.

Поширилася практика одноденних кредитів під 3–4 % на день. На Нью-Йоркській біржі 23–24 жовтня була паніка, курси акцій швидко падали. Загалом із січня до жовтня залізничні акції знецінилися на 34 %, промислові — на 40 %. Загальна курсова вартість промислових акцій знизилася з 3128 млн дол. на початку року до 1522 наприкінці жовтня — більше ніж удвічі.

Під час паніки 1907 р. насамперед постраждали невеликі банки і трастові компанії. Ці події стали типовим прикладом того, як паніка поширювалася від невеликих слабких банків і фінансових компаній до великих і могутніх. Втім, найбільші банки Нью-Йорка змогли зберегти свою стабільність.

Хоча американська криза 1907 р. була банківською, як і криза Берингів, вона мала істотні відмінності. Залучені в кризу 1907 р. банки були новими й недавно створеними, на відміну від банку Берингів, одного із основних у лондонському Сіті. Новим була участь у кризі трастових компаній, зокрема Knickerbocker Trust. Почавшись із цього трасту, дестабілізація поширилася потім на інші інвестиційні трастові компанії, зокрема на Trust Company of America (22 жовтня) і на Lincoln Trust Company (23 жовтня). Це були досить великі компанії, і можливість їхнього колапсу створювала загрозу для стабільності всієї американської фінансової системи. Тому 24 листопада на Нью-Йоркській біржі почав відчуватися дефіцит грошей — отримати кредит було все важче й важче. А через тиждень на межі банкрутства опинився великий нью-йоркський брокерський дім Moore & Shley.

Біржові гравці епохи кризи

Під час паніки привернув до себе увагу знаменитий біржовий ділок Джессі Лівермор, який декілька разів заробляв (а потім втрачав) за допомогою коротких продажів без покриття дуже великі гроші. Він згадував, що «у п'ятнадцять років я почав торгувати на фондовому ринку, він став центром мого життя. Я був дуже щасливий, спричинивши крах 1907 р. майже точно в названий час, і тішився тим, що Дж. Морган надіслав до мене свого спеціального посланця із проханням, щоб я припинив мої короткі продажі... У мій краший день того 1907 року я заробив грою на зниження три мільйони доларів

за одну торговельну сесію»⁹²³. Зараз важко сказати, що саме стало основою успіхів Лівермора — інтуїція, віра в біржові цикли⁹²⁴ або просто уважне ставлення до фінансової інформації — «самозадоволення для мене — виявитися правим у боротьбі з телеграфом». Потім «реальні економічні події... потраплять у фокус історії як справжні причини того, чому ринок поводив себе саме так. Хоча тоді вже буде пізно заробити на цьому хоч якісь гроші»⁹²⁵.

Ще однією легендарною фігурою часів кризи 1907 року стала Хетті (Генрієтта) Грін, яку називали «відьмою Уолл-стріт» через чорне плаття, у якому вона постійно ходила. У 1907 році, коли багато біржовиків збанкрутували, Хетті Грін була одною із небагатьох фінансистів, які мали вільні капітали. Їй належали величезні земельні ділянки по всій Америці та цілі квартали будинків у різних містах⁹²⁶. Про неї розповідали чимало дивного — про її жадібність, аскетичний спосіб життя і фанатичну відданість біржовій грі. Хай там як, після своєї смерті вона залишила дітям 100 млн дол. (у нинішніх цінах — близько 3 млрд дол.)⁹²⁷.

Спекуляціям із цінними паперами присвячено багато сторінок роману Т.Драйзера «Фінансист», уперше опублікованого в 1912 р. Реальним прототипом головного героя — Френка Каупервуда, — став Чарльз Тайсон Єркс, відомий філадельфійсько-чиказький фінансовий магнат, який розба-

⁹²³ Лівермор Д. Торговля акціями / Д. Лівермор. — СПб.: Питер, 2010. — С. 162.

⁹²⁴ «Я вірю в цикли: у життєві цикли й ринкові цикли. Вони... схожі на серію океанських хвиль: приносять високу хвилю на добрих новинах, а коли обставини погіршуються, з'являється низька хвиля». А «фондовий ринок є предметом вивчення циклів. Коли він змінює напрям, він залишається в цьому новому тренді... не стійте проти тренду — не боріться з котируваннями» (Лівермор Д. Торговля акціями / Д. Лівермор. — СПб.: Питер, 2010. — С. 194, 196).

⁹²⁵ Лівермор Д. Торговля акціями / Д. Лівермор. — СПб.: Питер, 2010. — С. 155, 173. Важливість фінансової інформації для таких біржовиків, як Лівермор, підтверджують такі його слова: «На столі було три чорні телефони. Один з'єднаний напряму з Лондоном, другий з Парижем, а третій... з операційною залою чиказької біржі» (Там само, с. 158).

⁹²⁶ Amendt A. Beg Women for Millions. Hetty Green / A. Amendt // The Wahington Times Magazine. — 1907. — December 8. — P. 5. — <http://www.pdfcast.org>; «Ведьма» Уолл-стріт. Ексклюзив. — <http://www.st.elitetrader.ru>

⁹²⁷ Докладніше про неї: Slack Ch. Hetty: The Genius and Madness of America's First Female Tycoon / Ch. Slack. — N. Y.: HarperCollins, 2005. — 288 p.

гатів на махінаціях із паперами муніципальних позик Філадельфії⁹²⁸. Організатори позик швидко зрозуміли, що їхній процес розміщення надзвичайно вигідний сам по собі, після чого почали випускати їх усе більше й більше, незалежно від реальної потреби в цих паперах⁹²⁹.

⁹²⁸ «У Філадельфії, де народився Френк Алджернон Каупервуд, жило тоді більше двохсот п'ятдесяти тисяч мешканців... Фінанси штату й міста перебували в досить жалюгідному стані... оскільки скарбницю оббирали всі кому не лінь і будь-якими способами, то всякі нові справи в штаті вимагали випуску нових облігацій. Ці облігації або "зобов'язання", як їх називали, гарантували шість відсотків річних, але, коли надходив термін сплати відсотків, скарбник міста або штату ставив на них штамп із датою пред'явлення, і відсотки за "зобов'язанням" нараховувалися з цього дня не тільки на номінал, але й на накопичені відсотки». Тим, кому не вистачало готівки, «від цього користі було мало, тому що під заставу таких "зобов'язань" банки видавали не більш сімдесяти відсотків їхньої курсової вартості, а продавалися вони не за номіналом, а за курсом 90 %. Звичайно, їх можна було купувати з розрахунку на майбутнє, але чекати доводилося дуже довго. Остаточний викуп цих зобов'язань знову-таки супроводжувався шахрайськими махінаціями. Знаючи, що ті або інші "зобов'язання" знаходяться в руках "добрих знайомих", скарбник публікував повідомлення, що певні номери, які йому відомі, будуть оплачені». Ще задовго до Громадянської війни та під час її у Філадельфії практикувався звичай у разі недостатності коштів у казначействі випускати так звані міські зобов'язання під 6 % річних, «тоді як інші мали можливість почекати і тримати їх до закінчення терміну. Подібна система була, звичайно, збиткова для дрібних торговців, але дуже вигідна для великих підрядників і банкірських контор, тому що сумнівів у тому, що місто у свій час сплатить ці зобов'язання, бути не могло. А зважаючи на абсолютну їхню надійність, 6 % річних були найкращою ставкою. Скуповуючи зобов'язання у дрібних торговців по дев'яносто центів за долар, банки й маклери, якщо тільки вони мали можливість почекати, зрештою мали великі прибутки» (Драйзер Т. Финансист / Т. Драйзер. — <http://www.royallib.ru>).

⁹²⁹ Спершу міський скарбник, ймовірно, не мав наміру спричинити збитки для своїх співгромадян — можливо, тоді в казначействі справді не було грошей для сплати. Однак «згодом випуск цих зобов'язань уже нічим не виправдовувався, тому що міське господарство можна було вести ощадливіше». Але на той час ці зобов'язання «вже стали джерелом великих прибутків для власників маклерських контор, банкірів і великих спекулянтів, тому їхній випуск передбачався фінансовою політикою міста». Однак і в цій справі був свій зворотний бік. Щоб використовувати ситуацію з найбільшою для себе вигодою, великий банкір, як власник зобов'язань, мав бути ще й «своєю людиною», тобто перебувати в добрих стосунках з політичними керівниками міста; інакше, коли в нього з'являлася потреба в готівці і він приходив зі своїми зобов'язаннями до міського скарбника, виявлялося, що розрахунки за ними він зробити не може (Там само).

І тоді Каупервуд вирішив теж взяти участь у такій прибутковій справі. За задумом фінансиста, міський скарбник Стінер мав розмістити капітали міста саме в банкірській конторі Каупервуда, надавши йому право отримання кредиту (першу його частину — на 200 тис. доларів) з виплатою облігаціями чергової муніципальної позики. Каупервуд зі свого боку зобов'язався розмістити облігації позики на ринку за максимально можливою ціною та надалі максимально підвищувати їхній курс. Унаслідок всіх цих маніпуляцій в руках Каупервуда опинилося близько пів мільйона доларів разом із контрольним пакетом акцій трамвайної лінії. Але при цьому всі його активи були багаторазово заставлені та перезаставлені. Якщо стан справ на біржі був би стабільним, нічого страшного в цьому не було б — так робили багато гравців. Але з появою найменших ознак коливання біржового настрою вся схема, створена філадельфійським фінансистом, почала руйнуватися. Його врятував би новий кредит з міської каси, хоча б 300 тисяч на додаток до вже взятих 500 тисяч, але скарбник уже не міг йому допомогти. Інші міські магнати, довідавшись про операції Каупервуда і про отримані ним прибутки (якими він не захотів ділитися з «потрібними людьми»), вирішили довести Каупервуда до банкрутства, щоб заволодіти його цінними паперами. У цей момент Каупервуд, який до того не робив ніяких формально протизаконних дій, припускається фатальної помилки. Хоча в нього ще була можливість уникнути банкрутства, він знову ризикує: скуповує на біржі муніципальні облігації на 60 тис. доларів і отримує під їхню заставу кредит у міській скарбниці. Але самі облігації він не депонує в скарбниці, щоб ще раз перезаставити їх у приватному банку та одержати другий кредит. Тепер точка неповернення перейдена — здійснено фінансовий злочин, і знаменитий фінансист опиняється у в'язниці разом зі своїм співучасником, міським скарбником⁹³⁰.

⁹³⁰ «Остаточний крах усіх фінансових справ Каупервуда настав у березні, коли його офіційно оголосили банкрутом і все його майно конфіскували на користь кредиторів» (Драйзер Т. Фінансист / Т. Драйзер. — <http://www.royallib.ru>).

Порятунок від загального краху та роль Моргана

Тим часом банківська криза 1907 р. швидко поширилася з Нью-Йорка на всю країну. Почалися проблеми з видачею банками готівки, вони стали сплачувати свої зобов'язання замість грошей різними сертифікатами. Загалом за 1907–1908 рр. банкрутами стали 312 кредитних організацій.

Загальної дестабілізації банківської системи вдалося уникнути завдяки вливанню в неї великих капіталів. Це оперативно організували Секретар державного казначейства Джордж Кортелю і нью-йоркське банківське співтовариство на чолі з могутнім Джоном Пірпонттом Морганом (за участі Джона Стілмена, який керував National City Bank, і Джорджа Бейкера, голови First National Bank).

Казначейство надало 25 млн доларів для стабілізації фінансової системи, а приватні банкіри на чолі з Морганом створили пул розміром 25 млн доларів, головним чином з метою запобігти банкрутству Trust Company of America і Lincoln Trust Company. Інші великі трастові компанії зібрали ще один пул розміром 10 млн доларів, необхідний, щоб уникнути закриття Нью-Йоркської біржі⁹³¹.

За чутками, повного обвалу біржі вдалося уникнути завдяки особистій участі Дж. Моргана, який витратив 25 млн дол. на підтримку нью-йоркських банків. Можна по-різному оцінювати мотиви Дж. Моргана, але відомо, що 24 жовтня він разом із Дж. Рокфеллером справді створив консорціум, який надав спершу 25, а потім ще 10 млн доларів для погашення термінових кредитів. Через декілька днів ситуація на

⁹³¹ Серед інших заходів екстреної допомоги був випуск на 30 млн доларів муніципальної позики Нью-Йорка й розміщення її серед банків, а також поглинання компанії Tennessee Coal, Iron and Railroad Company корпорацією US Steel, яка належала Моргану. Метою цього поглинання був обмін нестабільних акцій Tennessee Coal, Iron and Railroad Company на надійні облігації US Steel Corporation і за рахунок цього запобігання банкрутству брокерського дому Moore & Shley, який взяв кредит на 30 млн доларів у нью-йоркських банках під заставу акцій Tennessee Coal. Якби банки захотіли повернути кредити, що було досить імовірно за тих обставин, брокерському дому довелося б терміново позбутися величезного пакета цих акцій і викинути його на продаж за зниженою ціною. А це спричинило б загальний обвал на ринку акцій.

Нью-Йоркській біржі стабілізувалася. Казали, ніби Дж. Морган особисто звертався із проханням до найбільших «ведмедів»⁹³² на деякий час утриматися від продажів з метою гри на зниження, тому що біржова криза зайшла вже занадто далеко. Але водночас казали і те, що Морган допомагав тільки «своїм» банкам⁹³³.

Події 1907 року знайшли відображення в романі Е. Сінклера. Один із головних героїв книги — Дж. П. Морган, описаний під вигаданим іменем Дена Уотермана. Сінклер показує свою добру обізнаність у справах Моргана та щодо прихованих механізмів подій 1907 року (коли Моргана проголосили головним рятівником країни від банківської кризи). Словами одного з героїв він упевнено стверджує, що криза й вся паніка навколо неї були навмисно організовані Морганом, щоб потім успішно подолати усі труднощі та завдяки цьому посилити власний вплив⁹³⁴.

«Усе розіграли як по нотах», на біржі виникла паніка, а «деякі з найбільш надійних акцій падали на декілька пунктів між двома угодами; а Уайман, Хіган і керівники Нафтового й Сталевого трестів працювали щосили, щоб досягнути повного краху на біржі». Але після того, як по допомогу «звернулися до Дана Уотермана, усіма визнаного лідера банкірського

⁹³² «Ведмедями» традиційно (ще з часів Амстердамської біржі XVII ст.) називали гравців на зниження курсів, а «биками» — гравців на підвищення.

⁹³³ Corey L. The House of Morgan. Social Biography of the Masters of Money. — N.Y.: AMS Press, 1930. (Reprint. — 1969.) — P. 339–345.

⁹³⁴ Справді, за фінансову допомогу Моргана президент Теодор Рузвельт дозволив йому поглинути компанію Tennessee Coal, Iron and Railroad Corporation (TCI), пояснюючи це рішення бажанням врятувати фірму, яка опинилася на межі краху. Але Морган давно вже виявляв цікавість до поглинання цієї компанії, тому що хотів отримати контроль над усіма основними сталеливарними й залізничними компаніями (а компанія TCI була одним з основних конкурентів Моргана). Без прямого дозволу президента таке поглинання було неможливим, тому що суперечило антитрестівському законодавству. Після отримання дозволу президента й поглинання TCI Морган став контролювати близько 70 % усіх залізниць і металургійних компаній. Інтерес Моргана був очевидний, і одразу виникла підозра в тому, що він сам створив паніку, щоб добитися потрібного дозволу. Крах Knickerbocker Trust відбувся раптово, на піку процвітання компанії, коли ніщо не передвіщало такого розвитку подій. Одразу ж після цього з'явився пресреліз від Моргана, після чого почалися панічні набіги вкладників на банки, зокрема великі. Після початку загальної паніки Морган одноосібно ухвалював рішення щодо того, кому видавати допомогу, і в такий спосіб підкорив собі декілька раніше незалежних банків і страхових компаній.

світу», через небезпеку, яка загрожувала всім, «суперництво різних компаній припинилося, і Уотерман раптом перетворився на самодержця з необмеженою владою над усіма банками в місті. Влада опинилася в його руках»⁹³⁵.

Підтримало проблемні банки і казначейство США, воно продовжило розміщення у вигляді тимчасових вкладів значних сум, які досягли у листопаді 1907 року 227 млн дол. Коли призначені для цього резерви вичерпалися, казначейство виставило на продаж облігації Панамського каналу на суму 50 млн дол. і короткотермінові облігації казначейства на 100 млн дол. Втім, замість отримання очікуваних 150 млн дол. цих ліквідних цінних паперів змогли реалізувати під час кризи тільки на 40 млн доларів. У листопаді 1907 року в пресі почали з'являтися повідомлення про те, що фінансова криза в США вже минула і банківська система готова продовжувати свою нормальну роботу⁹³⁶. Почали публікуватися статті із першими спробами (не дуже вдалим з погляду сучасного рівня знань) проаналізувати причини та закономірності розвитку кризи⁹³⁷. За словами сучасника, гарвардського економіста Олівера Спрега, криза пояснювалася не стільки економічними, скільки «інституційними», як він їх називає, причинами. Паніки можна було б уникнути або принаймні «значно її обмежити», тому що «в економічному становищі країни» не було нічого, що підштовхувало б американську економіку до кризи⁹³⁸.

Паніка 1907 р. виникла завдяки поєднанню декількох обставин. Насамперед умови одержання кредитів напередодні кризи ускладнилися. Почасти через землетрус у Сан-

⁹³⁵ «У той самий час уповноважені Уотермана у Вашингтоні розмовляли із президентом і повідомили йому про важке становище Міссісіпської сталеві компанії. Фінансовий стан країни був непевний, очікувалися великі банкрутства. Враховуючи критичну ситуацію, Сталевий трест погоджувався зробити все від нього залежне для порятунку економіки країни. Він вирішив приєднати до себе Міссісіпську сталеву компанію, якщо тільки уряд не стане цьому перешкоджати. Такі обіцянки вони отримали, і Уотерман досяг своєї мети» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. — <http://www.royallib.ru>).

⁹³⁶ Money Crisis due to Hoarding-Hill // The New York Times. — 1857. — November 11; Banks to release millions to-day. Money crisis over // The New York Times. — 1907. — November 25.

⁹³⁷ Beaulieu L. A Analysis of Phases of the American Crisis / Beaulieu L. // The New York Times. — 1908. — January 5.

⁹³⁸ Sprague O. The American Crisis of 1907 / O. Sprague // Economic Journal. — 1908. — Vol. 18. — № 71. — P. 354–355.

Франциско у квітні 1906 р., а почасти через політику Банку Англії. Той підвищив ставку, що обмежило можливості врахування американських векселів — це робилося головним чином для того, щоб контролювати відтік золота з Великої Британії в США. Кризі передувало десятиліття бурхливого економічного зростання і нагромадження капіталу, що супроводжувалося появою різних фінансових інновацій, основними з яких були інвестиційні трастові компанії. Ці компанії справді стали найбільш інноваційним фінансовим інститутом тих років, але водночас і найнестабільнішим через операції з ризикованими та ненадійними паперами, особливо акціями⁹³⁹.

Результатом кризи 1907 р. стала рецесія, найглибша із усіх, що були до того в США. Промислове виробництво знизилося на 40 %, товарні ціни — на 21 %, а індекс Доу-Джонса — більш ніж на 35 %. Кількість банкрутств збільшилася на 47 % у порівнянні з попередніми роками, а безробіття зросло з 2,8 до 8 %.

Події в США доповнювалися фінансовими кризами в Амстердамі, Копенгагені, Генуї й Гамбурзі, а також у Чилі та Мексиці, які залежали від американських інвестицій. Становище на світових фінансових ринках ускладнювалося ще й тим, що криза відбулася восени, коли був найбільший попит на кредити з боку експортерів зерна; зазвичай цей попит задовольнявся за рахунок продажів великих обсягів золота в Лондоні.

Щоб контролювати відтік золота, Банк Англії на початку листопада 1907 р. підняв ставку до 6 %, а потім до 7 % (найвищий рівень після 1873 р.) і утримував її так до січня 1908 р. У лондонському Сіті поширилися панічні чутки, що ставка буде підвищена до 8 або навіть 9 %. Це паралізувало ділову активність, поки криза в США не пішла на спад. Очікування подальшого зростання процентної ставки дестабілізувало англійські банки, але стан ринку в США поступово стабілізувався⁹⁴⁰. Однак загальні наслідки цієї кризи були настільки значні, що ВВП у США знизився на 8 %. Після закінчення кризи на американському фінансовому ринку настала тривала рецесія.

⁹³⁹ Під час кризи 1907 р. обсяги операцій трастових та інших кредитно-фінансових компаній скоротилися на 37 %, у той час як у державних банках — лише на 11 % (Moen J. The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies / J. Moen, E. Talmann // *Journal of Economic History*. — 1992. — Vol. 52. — № 3. — P. 616–620).

⁹⁴⁰ Sayers R. S. *The Bank of England 1891–1944* / R. S. Sayers. — Cambridge: Cambridge University Press, 1976. — P. 58–60.

Ця гостра фінансова криза, що охопила Нью-Йорк, новий і швидко зростаючий фінансовий центр, була в США першою справді глибокою і масштабною на відміну від інших криз XIX століття. Про серйозність кризи свідчить той факт, що саме вона підштовхнула американську владу до створення Федеральної резервної системи (ФРС)⁹⁴¹.

У 1907–1908 рр. великі учасники ринку цінних паперів використали падіння курсів після кризи, щоб за зниженими цінами придбати велику кількість цінних паперів з метою одержати контроль над підприємствами конкурентів, а в перспективі прибуток після підвищення курсів. У 1909 р. вони почали гру на підвищення, курси справді зросли, й власники великих пакетів акцій почали їх продавати за вигідними для себе цінам. Гра на підвищення була потрібна їм для того, щоб за підвищеними цінами розміщувати нові емісії, обсяг яких зріс із 324 млн доларів у 1908 р. до 611 млн доларів у 1909 р.⁹⁴².

А в 1910–1911 рр. у США відбулася нова криза, хоча за масштабами її не можна було порівнювати з подіями 1907 р. У середині 1910 р. процентну ставку підвищили з 3,4% до 5,4%. Середній курс промислових акцій знизився з 98 доларів за акцію в грудні 1909 р. до 77 доларів у жовтні 1911 р.

На той час США внаслідок швидкого розвитку фінансової системи досягли тієї стадії, коли з реципієнта інвестицій увійшли в групу країн — експортерів капіталу, дедалі більше конкуруючи з Англією в боротьбі за роль світового фінансового центру.

⁹⁴¹ У грудні 1913 р. новий президент Вудро Вільсон підписав закон про Federal Reserve System, затверджений Конгресом. У завдання ФРС входило регулювання процентних ставок, зміна в разі необхідності норм обов'язкових резервів банків і операції на фінансових ринках з державними цінними паперами (зокрема, передбачалося за потреби придбання в банків на вигідних умовах державних цінних паперів).

⁹⁴² Частиною гри на підвищення були надмірно високі дивіденди, які не відповідали реальній прибутковості компаній. Квартальні дивіденди Сталевого тресту тривалий час були на рівні 0,5%. У липні 1909 р. їх штучно підвищили до 0,75%, у жовтні до 1%. Унаслідок цього курс акцій Сталевого тресту вдалося підняти з 41 долара у березні 1909 р. до 94 доларів. «Більше ніж деінде становище на біржі Нью-Йорка пояснюється особистим впливом деяких плутократів, які прагнуть панування... Протягом року курси основних цінних паперів США безупинно підвищувалися, фінансові ділки викидали на ринок більше цінних паперів, які вони придбали в період останньої депресії» (Revue economique internationale. — 1910. — Vol. I. — № 2. — P. 410–411).

*Париж: Belle Époque**Фінансовий Париж*

Париж переживав свій розквіт як динамічний фінансовий центр світового масштабу, який у процесах експорту капіталу багато в чому не поступався Лондону. Образ космополіта — «громадянина світу», який сформувався наприкінці XIX століття, — виник під впливом стилю життя Парижу. У цьому місті мистецтв, кафешантанів і божевільної розкоші грошей було не менше, ніж у Лондоні, тому в пошуках капіталів сюди прямували підприємці із усього світу, і Париж всіх приймав.

Центром фінансового світу столиці Франції стали три великі банки (засновані в середині XIX століття), у яких перебувало більше половини всіх депозитів: Comptoir d'Escompte, Credit Lyonnais і Societe Generale. Наприкінці XIX ст. Credit Lyonnais став найбільшим французьким банком, і в 1913 р. увійшов до п'яти найбільших банків світу. Ще одним великим міжнародним комерційним банком, символом французьких іноземних інвестицій, став Banque de Paris et des Pays-Bas (Paribas)⁹⁴³. Французькі банки швидко розширювали мережу своїх філій в інших країнах — у 1863 р. заснували Imperial Ottoman Bank у Константинополі та Banque de l'Indochine в Індокитаї. Багато паризьких банків з великими обсягами інвестиційних операцій були засновані за участю іноземного капіталу. Завдяки сімейним і особистим зв'язкам вони брали участь у великій міжнародній мережі фінансистів, яка зв'язувала Париж з Лондоном і Нью-Йорком.

Середовище французької фінансової еліти⁹⁴⁴ загалом було більш замкненим, ніж у Великій Британії. Серед вищо-

⁹⁴³ Обсяг активів цього банку, що спеціалізувався на операціях з державними облігаціями, насамперед російськими, зріс із 277 млн франків у 1902 р. до 716 млн у 1912 р., а його іноземні інвестиції за 1900–1913 рр. збільшилися з 52 млн франків до 156 млн (Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 104).

⁹⁴⁴ Серед якої були такі відомі фігури, як Арі Давільє (Henry Davillier, 1813–1882), Альфонс Малє (Alphonse Mallet, 1819–1906), Альфонс

го шару приватних банкірських домів (haute banque) кінця XIX — початку XX ст. можна відзначити вісім найбільших учасників — Rothschild Freres, Hottinguer, Mallet, Vernes, Mirabaud, de Neuflize, Heine, Demachy Seilliere. Лідером був паризький банкірський дім Ротшильдів (Rothschild Freres), очолюваний Альфонсом де Ротшильдом з капіталом 50 млн франків (у найстаршого банку Mallet Freres капітал був значно меншим і становив лише 7,1 млн франків). Сукупний обсяг пов'язаних з експортом капіталу міжнародних операцій банку Ротшильдів за 1874–1904 рр. досяг 500–600 млн франків⁹⁴⁵.

Паризька біржа та кризи

Паризька біржа на межі XIX і XX ст. була однією з найбільших світових бірж. Динамізм розвитку біржі визначався складними взаєминами між офіційним організованим ринком (parquet), на якому мала право проводити операції із цінними паперами лише обмежена кількість брокерів, і неорганізованим ринком (coulisse), доступним для всіх.

На організованому ринку проводилися операції з гарантованими й надійними цінними паперами (переважно державними). У 1870-ті роки значення неорганізованого ринку почало зростати. Конфлікт між двома ринками був урегульований у 1892 р., коли ухвалили рішення, що найбільш прибуткові й масові російські державні облігації будуть перебувати в обігу на організованому ринку, а не настільки масові турецькі, єгипетські, іспанські, португальські та угорські акції — на неорганізованому ринку. Остаточне це вирішили в 1898 р., коли операції на неорганізованому ринку обмежили тими цінними паперами, які не торгувалися на організованому ринку. На початку XX століття обидва ринки стали більше взаємодіяти, передаючи один одному замовлення на проведення угод⁹⁴⁶.

Ротшильд (Alphonse de Rothschild (1827–1905), Родольф Хоттінгер (Rodolphe Hottinguer, 1835–1920).

⁹⁴⁵ Ferguson N. The World's Banker. A History of the House of Rothschild / N. Ferguson. — London: Weidenfeld & Nicolson, 1998. — P. 1039.

⁹⁴⁶ Докладніше див.: Straus A. Auf, Ab, Auf: Der Finanzplatz Paris im 20. Jahrhundert / A Straus // Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert [Ed. Christoph Maria Merkl]. — Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. — S. 83–96.

У Франції загалом і на Паризькій біржі зокрема кризи 1890, 1900, 1907 рр. були не настільки руйнівними, як в інших країнах. Навіть криза 1873 року торкнулася Франції менше, ніж Німеччини або Австрії, і на французькому ринку цінних паперів становище швидко нормалізувалося.

На початку 1875 р. Паризька біржа знову стала «барометром політичного й фінансового становища всієї Європи»⁹⁴⁷. «Новий 1875 рік Паризька біржа зустріла із найприємнішими спогадами про минулий рік та із найкращими надіями на майбутнє»⁹⁴⁸. Пожвавлення на біржі було особливо помітним у 1875 р., коли найсильніший ажіотаж спричинила підписка на муніципальну позику Парижу⁹⁴⁹. Ймовірно, причину такого ажіотажу «потрібно шукати в самій системі публічних підписок без сприяння банкірських синдикатів»⁹⁵⁰.

⁹⁴⁷ «Залишається... бажати одне — щоб досвід минулої [кризи] не залишився забутим, а біржова гра не охопила європейські біржі та не досягла тих неймовірних масштабів», як було в 1873 р., а особливо в 1850-ті, «в епоху процвітання *Credit Mobilier*». Втім, «слова про розсудливість, обережність, інтереси народу, держави та всього людства залишаються поняттями настільки далекими» для біржової спекуляції, заснованій на азарті, «що очікувати нових настроїв» від учасників біржової гри «немає ніяких підстав» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 9. — С. 170).

⁹⁴⁸ Послідовне підвищення курсу французької ренти вище номіналу «спирається на баланс французького банку». Значення мало і підвищення курсу іспанських облігацій (у Франції було багато їхніх власників) після того, як вакантний трон Іспанії зайняв новий король Альфонс XII. «Нинішній сприятливий настрій французького грошового ринку» є наслідком швидкого підвищення «рівня народного багатства Франції» після франко-прусської війни 1870–1871 рр. Підтвердженням цього «сприятливого настрою» є збільшення попиту на французькі державні облігації (Обзор иностранных денежных рынков. Франция // Финансовое обозрение. — 1875. — № 2. — С. 26).

⁹⁴⁹ Підписка на загальну суму 9,3 млн франків була майже удвічі більшою за розмір контрибуції, виплаченої Німеччиною після франко-прусської війни (5 млрд франків), «причому в забезпечення підписки внесено 848 млн франків». Такий «дивовижний успіх» підписки пояснювався «швидким відродженням фінансових сил Франції» після кризи та «зміцненням довіри іноземних ринків до цих сил». Втім, якщо в 1850-ті роки такий успіх ще міг би спричинити подив, то в 1870-ті «ентузіазм банків, банкірів, великих і дрібних капіталістів, як французьких, так і іноземних, здається вже настільки природним, що завдяки популярності біржових спекуляцій ще до [початку] підписки укладали парі на покриття підписки» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 9. — С. 170).

⁹⁵⁰ Створюючи конкуренцію та підвищуючи ціну нових паперів, уряд «якщо й зазнавав втрат, то вигравав на курсі, на гарантії оплати». Але головним чином уряд «уникав тих фінансових і економічних потрясінь, які неминучі під час зупинки оборотів капіталів, що призначаються для підписки». Якщо ж уряд,

«Поштовх, даний Паризькою біржею» усім іншим біржам, зокрема Брюссельській, виявився «дуже чутливим», тому «європейський грошовий ринок» якийсь час був у «сприятливому становищі», адже вільних капіталів на ньому вистачало. Але не встигло становище на європейських біржах стабілізуватися, як криза 1875 р. у Бразилії «занурила весь торгово-промисловий клас в панічний настрій»⁹⁵¹ від очікування нової хвилі загальної міжнародної кризи. Незважаючи на загальне пожвавлення на біржі та успішні нові підписки на облігаційні позики на початку 1875 року, «дивіденди на 1874 рік не виплачені більшістю банків або виплачені із запасних капіталів і в зменшених розмірах порівняно з попередніми роками процвітання»⁹⁵².

Підйом початку 1880-х років був набагато помітнішим, аніж на початку 1870-х — головним чином за рахунок приросту залізничної мережі, що становив з 1878 по 1885 р. 8,0 тис. км (у Німеччині в ці роки — 5,8; у Росії — 3,6; в Англії — 2,9). З 1878 по 1885 р. у залізничні проекти було вкладено загалом 3,5 млрд франків (найбільше — у 1884 р., 0,8 млрд). Відновилося масове житлове будівництво, особливо в Парижі⁹⁵³.

минаючи банкірські синдикати, звертається «безпосередньо до публіки», тобто до маси дрібних інвесторів, то він «тільки з явним ризиком може призначити більш високу ціну підписки». І хоча в цьому разі можна було встановити низький розмір першого внеску, роблячи це для «залучення публіки», у такому разі «уряд залишиться без усяких гарантій» на той випадок, якщо через зміну стану фінансового ринку позика виявиться підписаною лише номінально. Звертаючись на власний страх і ризик безпосередньо до маси дрібних інвесторів, уряд «намагався обійти монополію великих банків і банкірських синдикатів. Але цієї мети не вдалося досягнути, оскільки великими підписниками залишалися ті самі банки і банкіри» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 9. — С. 170).

⁹⁵¹ Берлін, 1 июня 1875 р. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. — 1875. — № 22. — С. 487.

⁹⁵² Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 24. — С. 517. Тому «не дивують постанови загальних зборів французьких акціонерних банків про збільшення основних капіталів» — це було характерно для нестабільного післякризового стану фінансового ринку. Те саме можна було тоді бачити в Німеччині, Австрії й Бельгії. Потім банки, зробивши запаси вільних капіталів, «надають підтримку другорядним підприємствам... і нова засновницька діяльність закипить у ще більших масштабах до нової паузи, нової кризи... Ініціатива цього збільшення йде від найбільших банків (таких як Credit Mobilier) (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. — 1875. — № 11. — С. 217).

⁹⁵³ У 1881–1882 рр. у ці проекти інвестували 1150 млн франків, а в середньому з 1879 по 1884 р. — по 800 млн франків за рік (L'Economiste Francais. — 1884. — 2. II. — P. 126; Economist. — 1885. — 5. XII. — P. 1478.

Кількість найменувань акцій у котируваннях Паризької біржі зросло зі 175 у 1875 р. до 246 у 1880 р.

Хоча багатьом здавалося у ті роки, що загальносвітовий підйом 1880-х років проявився найбільше у Франції, насправді Франція лідирувала хіба що за масштабами біржових спекуляцій, помітно поступаючись темпами економічного зростання Сполученим Штатам і Німеччині. Основний засновницький бум початку 1880-х років відбувався в Парижі, хоча він і не був схожий на «грюндерський бум» початку 1870-х років у Німеччині. Адже якогось особливого надлишку вільних капіталів у Франції тоді не було — середній річний обсяг заощаджень становив близько 3 млрд франків⁹⁵⁴. Емісія облігацій державних позик після буму на початку 1870-х років сильно скоротилася, а експорт капіталу сповільнився. «Капітали більше не експортуються; державні позики у Франції майже не випускаються. Вільні капітали накопичуються більше, ніж раніше, і не знаходять вигідного застосування»⁹⁵⁵, хоча насправді нагромадження капіталів було не таким масштабним, як на початку 1870-х років у Німеччині чи Австрії.

Втім, цих капіталів було цілком достатньо, щоб спричинити в Парижі біржовий ажіотаж і хвилю засновництва, яка одразу стала спекулятивною. Після діяльності Credit Mobilier уже минуло чимало часу, ажіотаж початку 1870-х років у Франції виявився не дуже бурхливим, і нове покоління інвесторів чекало чергової спекулятивної хвилі на біржі. З 1857 по 1876 р. кількість заснованих акціонерних компаній становила у Франції 300 за рік, у 1880 р. — 965, у 1881 р. — 1169, у 1882 р. — 952.

У 1880–1881 рр. на Паризькій біржі ввели в котирування цінні папери на неймовірну на той час суму — 10,4 млрд фр. Масштабні емісії та біржова гра на підвищення для багатьох стали джерелом швидко здобутого багатства. «Відбувається великий перерозподіл капіталів; у Парижі та Ліоні сотні нових мільйонерів»⁹⁵⁶.

У Франції засновницький ажіотаж завершився біржовою кризою на початку 1882 р., яка пригасила ентузіазм. «Ще дуже яскраво в усіх збереглися в пам'яті спогади про

⁹⁵⁴ L'Economiste Francais. — 1879. — 23. VIII. — P. 217.

⁹⁵⁵ L'Economiste Francais. — 1879. — 22. III. — P. 347.

⁹⁵⁶ L'Economiste Francais. — 1882. — 14. I. — P. 46.

знаменитий крах на Паризькій біржі в 1882 р. Його наслідки відчувалися не тільки в Парижі, а й у всій Франції»⁹⁵⁷. Наближення цієї кризи прискорила загальна напруженість на фінансових ринках основних країн, спричинена черговою хвилею надвиробництва. Однак особливості кризи у Франції визначалися великомасштабними спекулятивними операціями.

У центрі біржового ажіотажу опинився не дуже відомий раніше банк *Union Generale*, який продовжив справу *Credit Mobilier* і почав масштабні спекулятивні операції за підтримки Луї Наполеона. Президентом банку став Поль Ежен Бонту (1824–1904), французький інженер і підприємець. Деякий час він був близький до банкірського дому Ротшильдів і брав участь у залізничному бумі початку 1870-х років. *Union Generale* прикривався авторитетом Папи Римського, який нібито благословив банк на акумуляцію капіталів католицької церкви. Крім цієї фішки, інші методи банку були звичайними — заснування багатьох акціонерних компаній з єдиною метою випуску і продажу акцій. Частину прибутків від цього використовували для виплати величезних дивідендів за акціями банків. Їхній курс швидко зростав і наприкінці 1881 р. досяг 3000 франків при номіналі 500 франків (з яких фактично оплачено було лише 125 франків, тому що акції продавалися в кредит). За межами Франції банк інвестував 236 млн гульденів у заснування акціонерних компаній в Австро-Угорщині та Сербії; акції цих компаній банк розміщував на французькому ринку цінних паперів. Біржовий ажіотаж у Парижі підігрівався, як завжди, кредитною експансією. У 1876–1881 рр. *Banque de France* збільшив учетверо обсяг кредитів, виданих під заставу цінних паперів, а під заставу векселів — майже втричі. «Не може бути сумнівів, що *Banque de France* своїм ненормальним і надмірним розширенням вексельного портфеля та емісії банкнот настільки полегшував спекулятивні операції, що сприяв ажіотажу та обману публіки»⁹⁵⁸.

⁹⁵⁷ За словами Е. Дюркгейма, написаними в 1897 р., «з 1874 до 1876 р. збільшення середньої річної кількості самогубств не перевищувало 2%; у 1882 р. воно досягає 7%», і це збільшення «особливо яскраво проявилось протягом трьох перших місяців, тобто саме в момент цього краху» (Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. — М.: Мысль, 1994. — <http://www.gumer.info>).

⁹⁵⁸ Wirth M. *Geschichte der Handelskrisen* / M. Wirth. — Berlin: Ayer Publishing, 1890. — S. 627.

Наприкінці 1881 р. акції Union Generale досягли максимальної (хоча й нічим не обґрунтованої) ціни. Сильно завищеними були також курси інших численних компаній. «Спекулятивна лихоманка надзвичайної сили, яка підвищила курси майже всіх цінних паперів, панувала протягом усього року у Франції, а також поширилася в трохи менших масштабах на Німеччину та Австрію»⁹⁵⁹.

Паніка раптово почалася на біржі в Ліоні, де після невдалої великої спекулятивної операції у Відні знецінилися акції Banque de Lyon et de la Loire, дочірньої компанії банку Union Generale. За один день акції Banque de Lyon et de la Loire знизилися на 40–50 %, за ними пішли вниз ціни на інші папери. Незабаром паніка охопила також і Париж. Акції Union Generale, які на початку року котирувалися за ціною понад 3 тис. франків, 26 січня коштували лише 875 франків, так само сильним було падіння цін на інші акції. Після початку масового вилучення вкладів у Union Generale збанкрутувало декілька інших банків

Бонту звинуватили у шахрайстві, проти нього та інших членів правління Union Generale почали розслідування. Бонту засудили до п'яти років ув'язнення та штрафу 3000 франків, але йому вдалося втекти і виїхати за межі Франції. «Найяскравішим фактом у кризі 1882 р. стало банкрутство банку Union Generale; а із січня 1882 р. загалом збанкрутувало не менше 28 фінансових компаній»⁹⁶⁰. Особливістю всіх цих банків було те, що вони проводили свої операції переважно у провінції, а не в Парижі. Усі вони займалися заснуванням промислових акціонерних товариств, «більшість з яких також збанкрутувала»⁹⁶¹. Біржова криза виявилася лише першою стадією загальної кризи, незабаром почалися банкрутства промислових компаній. Хоча французька преса стверджувала, що це не економічна криза, а лише фінансові утруднення,

⁹⁵⁹ Commercial History and Review of 1881 // Economist Supplement, 1882. — P. 1.

⁹⁶⁰ Найвідомими з них, що мали відділення в провінції, були La Banque de Lyon et de la Loire, Le Gredit de France, le Credit de Paris, la Banque Nationale, la Societe nouvelle de banque et de credit, le Credit provincial, Banque de Bretagne, la Banque du commerce et de Pindustrie, le Comptoir financier et industriel, la Banque Bouvier freres, la Banque industrielle du Nord, la Banque du Nord, la Societe frangaise financire (L'Economiste Francais. — 1884. — 20. IX. — P. 345–346).

⁹⁶¹ L'Economiste Francais. — 1881. — 3. XI. — P. 287; 1882. — 22. IV. — P. 485.

незабаром довелося визнати, що проблеми почалися і в промисловості, хоча вони поки що вважалися лише тимчасовими наслідками фінансової кризи.

Однак наприкінці 1882 року стало очевидним, що у Франції загальна економічна криза. І хоча сама по собі біржова паніка тривала недовго, після цих подій почався багаторічний період падіння курсів акцій, банкрутств, скорочення кредиту і зниження темпів засновництва. Кількість нових акціонерних товариств зменшилася з 1169 у 1881 р. до 365 у 1889 р., а індекс курсів акцій на Паризькій біржі знизився за 1881–1887 рр. на 30 %⁹⁶².

Після біржового краху 1882 р. скоротилося залізничне будівництво і промислове виробництво загалом. У 1883 р. криза охопила всі галузі французької промисловості, і хоча в 1884 р. залізничне будівництво ненадовго вдалося активізувати за рахунок державних субсидій, це вже не могло призупинити подальший розвиток кризи. Як і в Англії, криза охопила в основному важку промисловість. І хоча Ж. Лескюр стверджував, що «криза була не дуже інтенсивною», мабуть, він прикрашав реальний стан справ⁹⁶³. У наступному 1885 р. поліпшення не було. І якщо 1884 рік був важким, то в 1885 р. стан французької економіки ще більше погіршився. А перші місяці 1886 р. також називали «періодом безпрецедентної кризи»⁹⁶⁴.

Криза у Франції посилювалася не тільки тим, що після біржового краху була порушена кредитна система, але й зниженням конкурентоспроможності продукції технологічно застарілої французької промисловості. «Під тиском обставин французькі промисловці вирішилися діяти; переконавшись нарешті у відсталості свого обладнання, вони почали його оновлювати»⁹⁶⁵, хоча під час кризи модернізувати промисловість було практично неможливо.

⁹⁶² Кількість банкрутств зростала до кінця 1880-х років і досягла за 1882–1889 рр. 63,7 тис. (у 1872–1879 рр. — 44,6 тис.). Вексельний портфель Banque de France, що збільшився в 1881 р. до 1,4 млрд франків, у 1887 р. зменшився до 0,6 млрд франків (L'Economiste Francais. — 1882. — 16. XII. — Р. 761, 778; 1883. — 10. XI. — Р. 577).

⁹⁶³ Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. — СПб.: Тип. т-ва «Общественная польза», 1908. — С. 155.

⁹⁶⁴ L'Economiste Francais. — 1885. — 4. IV. — Р. 435.

⁹⁶⁵ L'Economiste Francais. — 1883. — 29. IX. — Р. 392.

Однак уже в 1885 р. з'явилися ознаки початку нового підйому, і кількість акцій у котируванні Паризької біржі досягла 298 найменувань. Реальне поліпшення почалося лише в другій половині 1886 р. Однак підйом, як завжди, супроводжувався зростанням на французькому фінансовому ринку напруженості. Вона стала збільшуватися з початку 1889 р., коли збанкрутувало товариство з будівництва Панамського каналу. Розкрилися факти розкрадань сотень мільйонів франків, а десятки тисяч акціонерів втратили все.

Навесні цього року відбулося банкрутство ще одного великого промислового акціонерного товариства *Societe des Metaux*, яке прославалося спекулятивними операціями з міддю, потрібною для нових електротехнічних підприємств. Товариство скуповувало мідь на світових ринках з метою підвищення ціну. Її справді вдалося підвищити удвічі, але, оскільки видобуток міді швидко зростає, утримати ціну не вдалося. Після краху товариства припинив операції банк, який його фінансував, *Comptoir National d'escompte*. «Вкладники кинулися в банк, щоб забрати свої гроші», а потім «справжня паніка почалася і серед власників всіх цінних паперів, курси яких залежали від спекуляції металом»⁹⁶⁶.

Надалі в 1890 році на Паризькій біржі періодично виникали хвилі паніки (зокрема після кризи в Аргентині, де було інвестовано 350 млн франків французьких капіталів), але такої гострої кредитно-фінансової кризи, як в Англії або США, у Франції в цей час не було. Однак кількість найменувань акцій, що котирувалися на Паризькій біржі, знизилася з 298 у 1885 р. до 260 у 1890 р. і 202 з 1895 р. «Ми переживаємо комерційну кризу», а «економіка країни перебуває в стані маразму». Тому і «справи йдуть погано»⁹⁶⁷.

Щоб остаточно подолати наслідки кризи початку 1890-х років, у 1894 р. провели конверсію державних облігацій — «рент». «Гігантська фінансова операція французького уряду — конверсія 4,5 % ренти в 3, 5 % на суму 6789 мільйонів франків стала успішною: власники рент захотіли отримати готівкою лише незначну суму 890 тис. франків». Втім, оскільки в багатстві Франції «ніхто не сумнівається», 3 % рента котирується на біржах майже за номінальною ціною, на 15 % дорожче

⁹⁶⁶ L'Economiste Francais. — 1889. — III. 9. — P. 312; 1889. — 4. V. — P. 551.

⁹⁶⁷ L'Economiste Francais. — 1894. — 27. I. — P. 112; 1894. — 31. III. — P. 398.

німецької ренти, а це значить, що нова 3,5 % рента обов'язково підніметься «до тих самих 104–105 %». Зрозуміло, що в разі «найменшої недовіри» під час конверсії «капіталісти захотіли б готівку, щоб купити собі солідніших паперів. Біржі Потрійного союзу чекали цього і покладали великі надії на той золотий дощ, який потік би тоді з Парижу у Відень, Берлін і Рим», але «золоті мрії залишилися мріями»⁹⁶⁸.

На початку XX століття Париж став найбільшим світовим ринком державних цінних паперів, насамперед російських. Крім того, французькі інвестори були власниками 60 % державних облігацій Оттоманської імперії (британські інвестори володіли 14 % цих облігацій, німецькі — 10 %), 61 % єгипетських, а також іспанських, португальських, грецьких, латиноамериканських, китайських і японських державних облігацій⁹⁶⁹.

Криза 1900 р. стала серйознішим шоком для французького ринку цінних паперів, ніж криза 1890 р. Це було пов'язане з тим, що під час попереднього підйому більша частина спекулятивних операцій відбувалася з акціями металургійних підприємств Російської імперії. На той час загальна сума французьких інвестицій у російські компанії досягала 7 млрд франків — більше 20 % усіх французьких іноземних капіталовкладень. За російськими акціями сплачували великі дивіденди, і це ще більше піднімало і без того завищені їхні курси. Коли російські компанії були уражені кризою 1900 р., що створило значні труднощі для багатьох великих підприємств, «після періоду процвітання, більше ілюзорного, ніж реального, настав час розчарування... промислові папери сильно знецінилися: деякі на дев'ять десятих, більшість на три чверті своєї фіктивної вартості, яка їм приписувалася в 1900 р. Це справжній крах»⁹⁷⁰.

Хоча у Франції промисловий підйом не був таким сильним, як у Німеччині, «нагромадження вільних капіталів» виявилось настільки значним, що їм доводилося «шукати собі продуктивне використання за кордоном». Тому під час кризи 1900 р. «протягом багатьох місяців проводилася реалізація дивідендних цінностей, що супроводжувалося щоразу новим

⁹⁶⁸ Гигантская финансовая операция французского правительства // Киевское слово. — 1894. — № 2165. — 23 янв. — С. 1.

⁹⁶⁹ За даними 1914 року (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 146).

⁹⁷⁰ L'Economiste Francais. — 1901. — X. 5. — P. 461.

курсним падінням». Якщо порівняти біржові курси в Парижі у квітні 1900 р. і у липні 1901 р., то втрати на зниженні курсів акцій досягли 289 млн франків для акцій кредитних установ, 885 млн — акцій залізниць, 177 млн — міських доріг і транспортних суспільств, 459 млн — промислових підприємств. Загальні збитки від зниження курсів акцій за цей час становили 1810 млн франків⁹⁷¹.

Криза 1900 р. у Франції ускладнювалася подіями в Китаї, де у французьких інвесторів були свої інтереси. Хетуанське («боксерське») повстання 1899–1901 рр., спрямоване проти зростання іноземного проникнення в Китай, і вторгнення в червні 1900 р. військ основних іноземних держав для придушення повстання, збіглося за часом із кризою 1899–1902 рр. Тому ці події спричинили додаткову напруженість на світових фінансових ринках. «На всіх біржах швидко падають ціни надійних паперів, не кажучи вже про промислово-спекулятивні». Адже «біржа є барометром загального стану справ», і показники цього барометра на початку липня 1900 р. були «дуже тривожними»⁹⁷².

Втім, паніка в 1900 р. в Парижі виявилася нетривалою, і активність біржі швидко відновилася. Кількість найменувань акцій, що котирувалися на Паризькій біржі, зросла з 257 у 1900 р. до 279 у 1905 р⁹⁷³. На початку XX століття французький ринок цінних паперів переживав свій розквіт. Капіталізація ринку акцій на Паризькій біржі збільшила-

⁹⁷¹ Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 27. — С. 43.

⁹⁷² Якщо порівняти котирування Паризької біржі, «де торгуються папери всіх країн», від 28 червня й 5 липня 1900 р., то французька 3 % рента знизилася з 99,97 до 99,47; французька 3,5 % рента — з 101,90 до 101,70; індокитайські 3,5 % облігації — з 469 до 461; аргентинські 5 % — з 474 до 461; італійські 5 % — з 93,90 до 91,20; іспанські 6 % — з 338,5 до 330; португальські 3 % — з 23,85 до 22,55; румунські 5 % — з 476 до 472. У Берліні було «так само тривожне становище». Досить характерним було «зовсім неймовірне явище — падіння акцій Суецького каналу на 60 франків». Очевидно, що акції всім потрібного і «прекрасно працюючого каналу могли впасти лише внаслідок побоювання майбутніх ускладнень, в разі яких не виключена можливість навіть тимчасового припинення руху каналом». Такими побоюваннями можна пояснити зниження курсів усіх паперів, тому що логічним було б «падіння паперів фірм, що торгують із Китаєм, але... не французької ренти» (События 1900 р. в Китае и биржа // Киевское слово. — 1900. — № 4184. — 3 июля. — С. 2).

⁹⁷³ Arbulu P. La Bourse de Paris au XIX siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent / P. Arbulu. — Paris: Éditions Connaissances et Savoirs, 2007. — P. 31.

ся з 1880 по 1913 р. з 60 до 116 млрд франків золотом, що в 2,8 раза перевищувало національний дохід (41,8 млрд франків). Щорічні темпи зростання ринку акцій становили в середньому 2%, а темпи збільшення обсягів випуску акцій французьких промислових підприємств були ще більшими — від 4% на рік у 1896 р. до 9,2% на рік у 1913 р., що значно перевищувало темпи зростання після Другої світової війни (2–3,7%). У структурі активів інвесторів частка завжди популярної нерухомості знизилася з 44,7% у 1848 р. до 31,1% у 1911 р., а частка цінних паперів зросла з 17,6% у 1848 р. до 51,4% у 1911 р., що вказує на зсув пріоритетів у бік ринку цінних паперів⁹⁷⁴.

Наступна фінансова криза 1907 року у Франції стала не настільки глибокою, як криза 1900 р. Вона була значно слабшою, ніж в Англії та Німеччині, не кажучи вже про США. В основі кризи 1907 р. в різних країнах було швидке зростання важкої промисловості та ринку промислових акцій, а у Франції розвиток цієї галузі помітно відставав від Німеччини й США. Тому криза проявилася переважно в скороченні будівництва та обсягів зовнішньої торгівлі.

Ціни акцій також знизилися, а на фінансовому ринку відзначалася звичайна в таких випадках напруженість. Оскільки у Франції не було активного біржового буму напередодні кризи, не було і яскраво вираженого біржового краху. «Проте французьке господарство сильно постраждало від загального падіння світової кон'юнктури. Американські замовлення не надходили, раніше зроблені замовлення анулювалися... Чорна металургія переживала занепад. З металообробних галузей особливо постраждала в 1908 р. автомобільна промисловість». Крім того, «великі суми були втрачені на спекуляціях і падінні курсів внутрішніх та іноземних державних цінних паперів, на спекуляціях акціями золотих, алмазних і мідних компаній... на російських промислових акціях, на французькій і італійській автомобільній промисловості»⁹⁷⁵.

У листопаді 1907 р. у пресі частіше почали з'являтися повідомлення про те, що криза закінчилася або, у будь-якому

⁹⁷⁴ Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 68–69, 73.

⁹⁷⁵ Esslen J. Konjunktur und Geldmarkt / J. Esslen. — Stuttgart: J. G. Cotta, 1909. — S. 34.

разі, «найгірше вже позаду»⁹⁷⁶. Однак, якою б слабкою не була криза у Франції порівняно з іншими основними країнами, вона призвела до значного скорочення капіталів нових акціонерних товариств (у 1908–1909 рр. вони були в середньому на 41 % меншими, ніж у 1907 р., і тільки в 1911 р. змогли досягти докризового рівня. А загальний обсяг емісій французьких акціонерних компаній скоротився в 1908 р. порівняно з 1907 р. майже в 1,5 раза⁹⁷⁷).

У 1913 р. французький ринок цінних паперів досяг перед Першою світовою війною своїх максимальних показників. Кількість найменувань акцій у котируваннях Паризької біржі зросло з 279 в 1905 р., до 348 в 1910 р. Загальний обсяг цінних паперів, що торгувалися на Паризькій біржі, становив 6,2 млрд фунтів (на Лондонській біржі в цей час — 11,3 млрд фунтів, на Нью-Йоркській — 5,3 млрд, Берлінській — 5,3 млрд).

Однак незабаром стало відчуватися наближення нової кризи. На Паризькій біржі «1913 рік складався із дванадцяти найбільш тяжких місяців у цьому сторіччі, а можливо, і за останні 40 років. Він характеризувався майже повною стагнацією справ». Паризька біржа у глибокій депресії, вона «майже не функціонує», і навіть зниження відсоткової ставки на початку 1913 р. не змогло підвищити активність біржі. Випуск акцій і облігацій (крім хіба що державних і муніципальних позик) зменшився в 1913 р. у порівнянні з 1912 р. на 21 %. Найбільше це скорочення торкнулося промислових паперів. «Промисловість живе старими замовленнями, відчувається недостатній попит», а в жовтні-листопаді 1913 р. з'явилися «вірні ознаки депресії». Було очевидно, що у Франції почалася «комерційна криза», реальні причини якої були «у загальному стані економіки держави, у падінні споживання». Виникало враження, що ця економічна криза «буде тривалою»⁹⁷⁸.

Втім, передвоєнна фінансова криза розвивалася повільно, можливо, тому, що весь рік зберігалися високі процентні ставки і кредит не був дешевим. Курси акцій у 1913 р.

⁹⁷⁶ France Feels Sure our crisis is over // The New York Times. — 1907. — November 11.

⁹⁷⁷ L'Economiste Francais. — 1909. — 18. IX. — P. 429.

⁹⁷⁸ The Economist. — 1913. — 5. VII. — P. 20; 1913. — 25. X. — P. 894–895; 1913. — 22. XI. — P. 1133; 1914. — 16. V. — P. 1129; 1914. — 23. V. — P. 1183.

помітно знизилися (для металургійних компаній це зниження становило наприкінці року 14 %). «1913 рік характеризувався переходом від процвітання до депресії... у металургії в 1913 р. скоротилися замовлення, що супроводжувалося падінням цін; на грошовому ринку спостерігалось напруження, яке досягло особливої гостроти восени; банки припиняли платежі; скоротилися доходи залізниць, зменшився торговельний оборот»⁹⁷⁹. Однак, як і в інших країнах, ця криза не встигла повністю проявитися — почалася Перша світова війна.

Експорт французького капіталу

Потенціал французького ринку цінних паперів надавав можливість експортувати вільні капітали⁹⁸⁰. Середньорічний обсяг експорту капіталу становив 2–6 млн фунтів у 1840-ті роки, 15 млн у 1850-ті, 30 млн у 1860-ті роки. За цим показником Франція не дуже поступалася своєму основному конкуренту — Великій Британії. Загальний обсяг міжнародних інвестицій досяг у 1914 р. 50 млрд франків (близько 10 млрд дол.)⁹⁸¹.

Стратегія експорту капіталів у Франції відрізнялася від британської — хоча цією країною також була створена колоніальна імперія, географічні межі якої досягали не тільки Індокитаю та Африки, а й віддалених тихоокеанських островів Полінезії, ця імперія не мала того економічного значення, як в Англії. На початку XX століття торговельний обмін Франції з колоніями становив лише 10–12 % загального обсягу зовнішньої торгівлі (1692,0 млн франків). Набагато біль-

⁹⁷⁹ Revue d'economie politique. — 1914. — P. 222–223.

⁹⁸⁰ Обсяг іноземних інвестицій у відсотках від обсягу внутрішніх заощаджень становив 20–21,6 % у 1850–1859 pp.; 24,8–25,9 % у 1860–1869 pp.; 29,0–18,7 % у 1870–1879 pp.; 1,1–11,3 % у 1880–1889 pp.; 10,0–23,0 % у 1890–1899 pp.; 16,1–22,0 % у 1900–1909 pp.; 12,5 % у 1910–1913 pp. (O'Rourke K. Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy / K. O'Rourke, J. Williamson. — Cambridge: MIT Press, 1999. — P. 209).

⁹⁸¹ Cameron R. A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present / R. Cameron, L. Neal. — Oxford: Oxford University Press, 2002. — P. 302.

шого значення мала торгівля з Англією (2569,0 млн франків), Німеччиною (1935,6 млн франків)⁹⁸².

Орієнтація Франції на експорт капіталів у країни Європи (67,4% усього експорту капіталу в 1852–1881 рр. порівняно з 29% британського експорту капіталу, спрямованого в ці роки в країни Європи) сформувалася ще в першій половині XIX ст., коли реципієнтами французьких інвестицій були Бельгія й Швейцарія, а також Австрія та деякі німецькі держави. У 1913 р. експорт капіталу із Франції розподілявся таким чином: 55% — у країни Європи, 12% — у країни Латинської Америки, 12% — у країни Близького Сходу, 9% — у країни Африки, 4% — у Північну Америку, 8% — в інші країни.

Загалом, міжнародні інвестиції у Франції мали в той час менше значення, ніж в Англії, що пояснювалося традиціями — у Франції в суспільстві переважали переконання, що нагромадження заощаджень важливіше, ніж інвестування⁹⁸³. Незважаючи на це, перед початком Першої світової війни Франція в процесах експорту капіталу мало поступалася Англії, хоча географічно більшість французьких інвестицій були пов'язані не з віддаленими колоніями, як в Англії, а із країнами Європи й середземноморським регіоном (Туреччина, Єгипет, Марокко тощо). Надлишкові капітали активно інвестувалися в створення банків у Росії⁹⁸⁴, Марокко, Болівії, Індокитаї. Під час залізничного буму французькі інвестори й інженери брали участь у будівництві більшості залізниць у Південній і Східній Європі.

⁹⁸² Marseille J. The Phases of French Colonial Imperialism: Towards a New Periodization / J. Marseille // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. — London: Routledge, 1985. — P. 127–129.

⁹⁸³ Нагромадження заощаджень прискорилося після створення в 1882 р. національної системи ощадних кас — з 1900 по 1913 р. у цих касах було відкрито 4 млн нових рахунків, серед власників яких 25% були простими робітниками з невеликими обсягами заощаджень. Загальний обсяг накопичених ощадними касами за цей період коштів становив приблизно 10–15 млрд доларів (Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. — P.: Vuibert, 2005. — P. 357).

⁹⁸⁴ Після франко-російського альянсу 1894 р. значні фінансові ресурси були вкладені в російські цінні папери, і до 1914 р. 25% усіх французьких міжнародних інвестицій були спрямовані в Росію. Коли в 1917 р. усі зовнішні борги Російської імперії анулювали, найбільше постраждали саме французькі інвестори.

Берлін — нова столиця капіталу

Новий фінансовий центр

Об'єднання Німеччини призвело до прискореного економічного розвитку, який тривав протягом 40 років до Першої світової війни. Основним німецьким фінансовим центром став Берлін. У цьому розташованому на річці Шпрее місті, раніше столиці Пруссії, ще в 1765 р. заснували Пруський банк. Берлін як фінансовий центр завжди орієнтувався на забезпечення капіталами внутрішнього індустріального розвитку країни на відміну від Франкфурта, що спеціалізувався на фінансових послугах, і Гамбурга, який фінансував зовнішньоторговельні операції.

Значення Берліну почало зростати ще в 1840-ті роки завдяки участі приватних банкірських домів у фінансуванні будівництва німецьких залізниць⁹⁸⁵. Німецькі банки тоді ще поступалися британським за обсягами депозитів і операцій. «Невеликі дивіденди німецьких банків порівняно з дивідендами англійських банків пояснюються обмеженістю розмірів вкладів»⁹⁸⁶. Після створення центрального Рейхсбанку і видання в 1884 р. закону про акціонерні компанії фінансова система та ринок цінних паперів стали більш урегульованими, а інтереси інвесторів захищеними. А запровадження золотого стандарту й поява нової конвертованої валюти (марки) призвели до того, що Берлін став визнаним міжнародним фінансовим центром. Технологічні інновації в хімічній і електротехнічній промисловості були причиною економічного

⁹⁸⁵ Найбільші банкірські дома — Mendelssohn & Co і S. Bleichroder, які брали участь у великих міжнародних операціях (банкірський дім Мендельсона був тісно пов'язаний з Росією), — стали засновниками двох акціонерних банків, Berliner Handels-Gesellschaft і Disconto-Gesellschaft. Утворений цими банками Пруський консорціум у 1859 р. випустив облігаційну позику на 30 млн талерів для фінансування пруської армії.

⁹⁸⁶ Дивіденди німецьких банків у 1867 р. були в діапазоні від 9,5% («Берлінський касовий союз») до 4,7% («Лейпцизький банк») (Барыши германских банков // Приложение к № 29 Торгового сборника, журнала торговли и финансов. — 1870. — № 29. — С. 323).

підйому, який тривав протягом кількох десятиліть. Берлін розвивався дуже швидко, і, мабуть, тому його називали «Чикаго на Шпрее».

Спершу, до франко-прусської війни, на розвиток німецької фінансової системи вирішальний вплив мав французький капітал. Основним фінансовим центром тоді був Франкфурт, і німецькі фінансисти орієнтувалися на Париж (менше — на Відень) як найближчу «столицю капіталу». Із Франції були запозичені всі основні методи фінансового бізнесу, і в цей час німецькі фінансисти відправляли своїх синів на навчання в Ліон, Марсель і, звичайно ж, Париж, де вони могли отримати потрібний досвід. Французькі капітали інвестувалися не тільки в перші німецькі залізниці, а і в нові банки — Bank fur Handel und Industrie у Дармштадті й Франкфурті, Schaafhausen Bank Verein у Кельні та інші. Після франко-прусської війни й особливо після кризи 1873 р. французькі капітали були виведені з Німеччини, а серед фінансових центрів на перше місце вийшла столиця Пруссії — Берлін. Основним джерелом капіталів стали тоді британські банки. Їхній вплив зберігався до кінця сторіччя, і всі найбільші берлінські банки (Disconto Gesellschaft, Deutsche Bank та інші) отримували великі кредити в англійських банках. Британські капітали були виведені з Німеччини під час кризи 1900 р., але на той час німецька фінансова система вже стала цілком самостійною.

Застій кінця 1870-х років і початок нового залізничного буму

Після кризи 1873 року, особливо глибокої в Німеччині, де вона дістала назву «грюндерського краху», на Берлінській біржі почався тривалий період застою. За повідомленнями з Берліну в середині 1875 р., «апатія, у яку впала біржа» після кризи 1873 р., все ще «така велика, що важко собі уявити... Незважаючи на великий приплив вільних грошей... усе перебуває у бездіяльності», пожинаючи плоди «надмірних захоплень місцевих та іноземних бірж»⁹⁸⁷.

⁹⁸⁷ Берлін, 1 июня 1875 р. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. — 1875. — № 22. — С. 487.

Але вже в 1880-ті роки, коли Німеччина стала основним покупцем російської аграрної продукції, зокрема зерна, на Берлінській біржі (де на той час розміщувалися всі російські зовнішні позики) спекулянти почали масштабну гру на зниження російського рубля. З цього приводу міністр торгівлі Пруссії Альберт Майбах (1822–1904) назвав Берлінську біржу отруйним деревом, яке кидає свою настільки ж отруйну тінь спекуляції не тільки на Петербурзьку біржу (яка багато в чому залежала тоді від Берлінської), але й на біржі Риги та Одеси⁹⁸⁸.

Розширення основного капіталу компаній почалося з кінця 1870-х років. Воно було не таким значним, як під час грюндерського буму початку 1870-х років, хоча мало більш масовий характер, особливо у важкій промисловості. Головною рушійною силою економічного зростання в цей час знову стали залізничні проекти. У Німеччині з 1878 по 1884 р. побудували 5 тис. км залізниць (що було менше, ніж за один рік у США), і в ці проекти інвестували 1,6 млрд марок. Таким чином, у 1880-ті роки Німеччина з імпортера металу та інших матеріалів для залізничного будівництва перетворилася на експортера, зайнявши друге місце після Великої Британії⁹⁸⁹.

До цього часу політика фінансування залізничних проектів остаточно визначилася, до того ж 90 % залізниць у Німеччині належало державі. Після залізничних спекуляцій часів грюндерського буму початку 1870-х років і знаменитого скандалу навколо справи Стусберга, прикладом стала фінансова політика Франції, де керування економікою з боку централізованої держави вважалося безумовно позитивним для економічного зростання. У Німеччині також надмірний вплив на ринок приватних підприємців не заохочувався, тому що вважалося, що такий вплив спрямований тільки на особисте збагачення, маючи деструктивний характер для економіки країни. Така позиція радикально відрізнялася від британської — там вірили, що свобода приватного підприємця це безумовно позитивне явище, а обмеження з боку держави несприятливо впливають на економічне зростання.

⁹⁸⁸ Towin A. Lettres De Russie / A. Towin // L'Economiiste Francais. — 1880. — 24 Janvier. — P. 102–104.

⁹⁸⁹ У 1873 р. було імпортовано 1114 тис. т чавуну, експортовано металу — 412 тис. т. У 1883 р. імпорт металу скоротився до 387 тис. т, у той час як експорт зріс до 1530 тис. т (Die Industrie. — 1893. — № 10. — S. 145).

Загалом, підйом початку 1880-х років виявився невиразним — буму засновницької активності не було, як і спекулятивного пузиря на біржі. Тому світова криза 1882–1884 рр. у Німеччині стала не надто помітною і проявилася хіба що в деякому скороченні зовнішньої торгівлі та засновництва. На момент початку кризи в США (де був її центр), у Німеччині умови для кризи ще не визріли. Тому після паніки на Паризькій біржі у Берліні все обмежалося нетривалим підвищенням процентної ставки. Вже у 1883 р. кількість нових акціонерних компаній знову досягла передкризового максимуму, хоча їхні капітали були у 8,5 раза менше, ніж під час грюндерського буму в 1872 р. Надмірного роздування кредиту також не було, а ціни на акції на початку 1880-х були на 25–30% нижче, ніж у 1872 р.

Підйом кінця 1880-х років

У 1887 р., після погіршення відносин Німеччини з Росією (через її політичне й фінансове зближення із Францією), Бісмарк заборонив операції з російськими цінними паперами. Переважно це були облігації державних позик, і на Берлінській біржі величезну їхню кількість вивели з обігу⁹⁹⁰.

У другій половині 1880-х років почався новий підйом, який супроводжувався черговою хвилею акціонерного засновництва. У 1886–1890 рр. було засновано близько 1 тис. нових акціонерних товариств із сумарним капіталом 1100 млн марок. Із другої половини 1880-х років Берлінська біржа знову стала центром активної спекуляції цінними паперами. Курси акцій з листопада 1885 р. до кінця 1889 р. підвищилися на 60% і досягли докризового рівня. Практика видачі банками кредитів під заставу цінних паперів, особливо популярна в Німеччині, стимулювала розвиток спекуляції. У 1887–1889 рр. обсяг таких кредитів збільшився майже удвічі й досяг 534 млн марок, і це створило нестабільність на фінансовому ринку. За повідомленнями преси з Берліну, там

⁹⁹⁰ Ця заборона, що діяла до 1894 р., призвела лише до того, що Німеччина (зокрема банкірський дім Мендельсона) перестала бути основним кредитором Росії, після чого ця роль перейшла до Франції. Фінансові зв'язки з Росією зберегли берлінські приватні банкірські дома.

докладали «величезних зусиль, щоб запобігти зростанню напруженості на грошовому ринку», і він утримувався якийсь час від краху тільки завдяки «допомозі, отриманій з Лондону, Парижу та Відня». Один тільки Відень «надав Берліну кредит 40 млн флоринів»⁹⁹¹.

А в лютому 1890 р. у Німеччині почалася біржова криза. Коли курси цінних паперів стали падати, берлінські банки, що володіли великими пакетами акцій, почали їх позбуватися, насамперед тих, які могли першими знизитися в ціні. «Банки й банкіри... продали більшу частину промислових акцій», і це призвело до ще більшого зниження курсів. При цьому збитків зазнали дрібні інвестори, що вклали свої заощадження в цінні папери. «Збитки від зниження курсів... падають повністю на широку публіку, яка зайшла надто далеко в гонитві за прибутком»⁹⁹². «Зараз ринком цінних паперів опанувала яскраво виражена криза, ніхто не може сказати, коли це скінчиться... становище критичне, фінансова міцність керівників банків і банківських концернів Берліну зазнає суворого випробування... настав крах неприборканої спекуляції»⁹⁹³.

Пік фінансової кризи був у Німеччині нетривалим і закінчився в березні 1890 р., після чого стан біржі стабілізувався. У листопаді фінансова криза вже минула, хоча падіння курсів акцій після цього не зупинилося й тривало більше двох років⁹⁹⁴. Особливо воно торкнулося паперів гірничодобувних і металургійних компаній, які найчастіше використовували в спекулятивних операціях⁹⁹⁵. А загальна промислова депресія тривала ще декілька років. Причини спаду були очевидними і пов'язаними з попереднім підйомом — виробники переоцінили купівельну спроможність ринку, що і породило кризу збуту.

⁹⁹¹ Economist. — 1889. — XI. 30. — P. 1341.

⁹⁹² Economist. — 1890. — II. 22. — P. 243–244.

⁹⁹³ Economist. — 1890. — III. 11. — P. 276; 1890. — III. 8. — P. 305.

⁹⁹⁴ Berlin banking failures // The New York Times. — 1891. — November 15.

⁹⁹⁵ Акції Bochumer Gusstahl und Dortmunder Union котирувалися наприкінці березня 1890 р. на 36–41 % нижче, ніж на початку цього року, а в 1891 р. на 57–60 % нижче. Акції основних берлінських банків знизилися в ціні на десятки відсотків, а загальне середнє зниження курсів досягло 30 %, що створило збитки для власників цих паперів приблизно 1,5 млрд марок. Загальна кількість банкрутств у Німеччині за 1890–1891 рр. досягла 15 тисяч.

Німецька модель фінансування економіки

У німецькій моделі економічного розвитку, яка остаточно сформувалася наприкінці XIX ст., перевага надавалася великим картелям — монополістичним об'єднанням, зазвичай пов'язаним з певними банками. Таке «поєднання банків із промисловістю» не тільки забезпечувало швидке зростання економіки Німеччини, але й прискорювало «експорт капіталу у всіх його формах», при цьому «капітал одержував можливість емігрувати окремо від підприємця»⁹⁹⁶.

Картелізація німецької промисловості стала особливо помітною після кризи 1873 р. У 1897 р. було 345 картелів, у 1902 р. — близько 300 (220 у промисловості й 80 у торгівлі). На початку XX ст. картелі контролювали «усі найголовніші галузі німецької промисловості». Запроваджені в 1879 р. нові правила тарифної політики, які «обкладали митом продукти промислового виробництва, залишаючи вільним від мита ввезення більшості сирих матеріалів, дозволила заснувати в Німеччині численні синдикати, які за інших обставин могли розраховувати на успіх тільки за умови перетворення їх на міжнародні»⁹⁹⁷.

У Німеччині концентрація виробництва найбільше проявлялася в металургійній, і особливо в електротехнічній промисловості, два лідери якої — Siemens і AEG — поглинули значну кількість дрібних компаній. Німецькі концерни були тісно пов'язані з банками, які їх фінансували, — компанію Siemens підтримував Deutsche Bank, AEG створила спеціалізований Bank für elektrische Unternehmungen у Цюриху. Подібне зрощування промислового й банківського капіталу забезпечувало швидкий розвиток інноваційної електротехнічної промисловості. Банки надавали німецьким компаніям довготермінові кредити (на відміну від Великої Британії, де кредити банків промисловим компаніям були короткотерміновими), часто вони купували великі пакети акцій, стаючи співвласниками підприємств. Чотири основні банки

⁹⁹⁶ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг [4-е изд.]. — М.: Государственное издательство, 1924. — С. 369–370.

⁹⁹⁷ Промышленные синдикаты за границей и в России // Народное хозяйство. — 1904. — Кн. 2. — С. 47.

(так звані чотири Д) були зосереджені в Берліні — Deutsche Bank, Dresdner Bank, Disconto-Gesellschaft, Darmstadter Bank, а дев'ять найбільших берлінських банків контролювали в 1913 р. 12 % усього банківського капіталу Німеччини. Промислові корпорації фінансувалися переважно за допомогою саме банків, а не ринку цінних паперів.

Незважаючи на це, емісія цінних паперів також швидко збільшувалася. Тільки за три роки, з 1897 по 1899 р., її обсяг становив 7 млрд марок, зокрема акцій промислових підприємств за один 1899 р. було випущено на 516 млн марок. Ці акції із самого початку продавалися за курсом у середньому на 50–60 % вище номіналу, і були розміщені на суму 861 млн марок.

Бурхливе зростання кінця 1890-х років

Із середини 1890-х років почався черговий період бурхливого зростання, який проявився насамперед у нових галузях промисловості — хімічній та електротехнічній (німецьке лідерство в яких було тоді загальноновизнаним), а також металургійній, суднобудівній та військовій промисловості. Інвестиції в ці галузі досягали мільярдів марок, а джерелами фінансування були банки, тісно пов'язані з великими промисловими концернами. У 1896–1900 рр. було засновано 1,5 тис. нових акціонерних компаній із сумарним капіталом 1998 млн марок. Кредитна експансія досягла небувалого масштабу — кредитні операції німецьких банків зросли з 2894 млн марок у 1893 р. до 6525 млн у 1900 р. (на 126 %).

З 1893 по 1900 р. сукупний обсяг емісії цінних паперів досяг 17,75 млрд марок, з них акцій промислових підприємств було випущено на суму 8 млрд марок, акцій банків — на 1,5 млрд марок. Разом зі збільшенням обсягу капіталу, інвестованого в промисловість, збільшувалася також і кількість акціонерних компаній. З 1874 по 1894 р. було засновано 2570 акціонерних товариств із сумарним капіталом близько 3 млрд марок. Найбільше нових товариств з'явилося у другій половині 1890-х років — тільки лише за десять років, з 1895 по 1900 р. почало роботу 1541 товариство з капіталом 2,75 млрд марок. Максимальні темпи зростання відзначалися в електротехнічній промисловості, у якій Німеччина лідиру-

вала. Особливо бурхливим акціонерний бум став у 1899 р., напередодні кризи 1900 р. «Засновницька діяльність у Німеччині за перше півріччя 1899 р. набула таких великих масштабів, які не спостерігалися з 1872 р.»⁹⁹⁸.

Однак «неминуче мали проявитися темні сторони, звичайні супутники подібної епохи» бурхливого зростання. Адже разом із заснуванням «солідних промислових підприємств розвивалося грюндерство, розраховане тільки на отримання прибутків від високого курсу акцій» незалежно від того, «якою буде доля заснованих підприємств». Банки також ішли назустріч спекулятивним настроям «як підприємців, так і широкої публіки», фінансуючи підприємства «без достатнього дослідження їхньої солідності», а для індивідуальних інвесторів відкриваючи широкий кредит під заставу цінних паперів. Для цього банки «надмірно збільшували свої капітали», випускаючи нові акції й облігації. На біржі спекулятивні операції мали найширші масштаби, «курси піднімали якомога вище», і в цих операціях брали участь «не тільки професійні біржовики, а й широка публіка, купці, чиновники, офіцери, удови тощо». Незважаючи на високу в цей час вартість кредиту (до 7 % річних), «курси багатьох дивідендних паперів доходили до такої висоти, що навіть найвищі дивіденди уже не могли давати більше 3 % на інвестований капітал». Зокрема, у гірничодобувних компаніях у 1895–1900 рр. було випущено акцій з номінальною вартістю 300 млн марок. До 1900 р. їхня курсова вартість досягла 611 млн марок. «Тільки половина цієї суми була вкладена в саму промисловість, інша половина пішла спекулянтам... Таку величезну роль відігравала спекуляція під час створення промислових підприємств»⁹⁹⁹.

Виданий у 1896 р. новий закон про біржі (його частина, що визначала допуск цінних паперів на біржу, почала діяти з 1 липня 1896 р., інші частини — з 1 січня 1897 р.) мало що дав для контролю спекулятивних операцій, якщо не вважати обмеження вартості цінних паперів, які перебували в обігу

⁹⁹⁸ Финансовая хроника. Германия // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1899. — № 28. — С. 64. Зі 182 нових підприємств, заснованих у 1899 р., найбільше було машинобудівних (32) і електротехнічних (22).

⁹⁹⁹ Брандт Б. Современный торгово-промышленный кризис в Западной Европе / Б. Брандт // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 49. — С. 447.

на Берлінській біржі сумою 1 млн марок (на інших біржах ця сума була меншою, у Франкфурті й Гамбурзі — 0,5 млн марок). Хоча закон забороняв угоди з акціями на певний термін (вони якраз поширилися у той час), на практиці це обмеження легко обходили на німецьких біржах, так само як і на багатьох інших світових біржах. У Німеччині сучасники називали цей закон «невдалим з формального боку». А по суті біржова реформа наносила «таку шкоду економічній могутності німецьких бірж... на користь інших країн, якого могли бажати тільки... супротивники». Наслідком стало «ухилення спекулятивної торгівлі від контролю»¹⁰⁰⁰.

Криза 1900 р. у Німеччині

Особливо гостру форму мала у Німеччині світова фінансова криза 1900 р. «Криза, яку переживають у цей час основні промислові країни Європи, являє собою природну реакцію проти того надзвичайного напруження економічних і фінансових сил... яким ознаменувалося промислове життя цих країн протягом останнього десятиліття... Крім Сполучених Штатів перше місце в цьому розвитку належить безперечно Німеччині»¹⁰⁰¹.

Промислова криза, яка проявилася в 1900–1901 рр. майже у всіх індустріальних країнах, «особливу силу мала в Німеччині, де економічний підйом 1896–1900 рр. був більшим, ніж деінде». Починаючи з 1896 р. «темпи промислового зростання в Німеччині були прискорені», і у всіх «промислових... центрах Німеччини вважали, що майбутнє відкриває їй майже необмежені перспективи». Однак «починаючи з кінця 1890 року», а особливо «протягом перших місяців поточного [1901] року, замовлення [на промислову продукцію] стали скорочуватися, і виробництво зменшилося»¹⁰⁰².

Зниження обсягів промислового виробництва й торгівлі не могло не торкнутися фінансово-кредитної сфери

¹⁰⁰⁰ Биржевая реформа в Германии // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1898. — № 8. — С. 444.

¹⁰⁰¹ Брандт Б. Современный торгово-промышленный кризис в Западной Европе / Б. Брандт // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 49. — С. 447.

¹⁰⁰² Промышленный кризис в Германии // Киевлянин. — 1901. — № 302. — С. 2. — Кол. 5–6.

та ринку цінних паперів. Почалися банкрутства німецьких банків: у травні припинили платежі Pommeranbank-Gruppe (Pommersche Hypoteken-Aktienbank) і Berlin und Meklenburg Strelitzsche Hypotekenbank, у червні — Dresdner Kreditanstalt und Leipziger Bank.

Серед вкладників наростала паніка, і була втрачена довіра навіть до найнадійніших банків і ощадних кас. Відбувалося масове вилучення вкладів, і під загрозою опинилася стабільність усієї кредитної системи. Від дефолту фінансову систему врятувало лише втручання Рейхсбанку, який надав проблемним банкам кредити на 392 млн марок.

Особливо важким було становище в середині червня після повідомлень про біржову паніку в США. «Останній тиждень був найгірший на Берлінській біржі» за 20 років, «відбулося нечуване падіння кращих металургійних і вугільних акцій», зниження цін «поширилося на всі промислові папери», особливо сильно «постраждали банківські акції»¹⁰⁰³.

«Ці труднощі вплинули... на фондову біржу». У листопаді 1901 р. «маклери на Берлінській біржі декілька днів не могли встановити курси більшості не тільки основних цінних паперів, але й державних фондів за повною відсутністю угод»¹⁰⁰⁴ із цінними паперами.

Новий підйом 1900-х років

Після закінчення кризи 1900 р. почався новий період економічного підйому. У 1903–1907 рр. у Німеччині заснували 800 акціонерних товариств із сумарним капіталом 1554 млн марок. Кредитні операції німецьких банків збільшилися з 6526 млн марок у 1900 р. до 11 347 млн марок у 1907 р. (на 74 %) ¹⁰⁰⁵. Швидко зростала емісія цінних паперів і досягла в 1905–1907 рр. 9,1 млрд марок (з них облігацій внутрішніх державних позик було випущено на 3,3 млрд; інших внутрішніх паперів на 3,9 млрд; зовнішніх паперів на 1,9 млрд). Частка зовнішніх емісій, пов'язаних з експортом капіталу, до-

¹⁰⁰³ Economist. — 1900. — VI. 16. — P. 852.

¹⁰⁰⁴ Промышленный кризис в Германии // Киевлянин. — 1901. — № 302. — С. 2. — Кол. 5–6.

¹⁰⁰⁵ Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 г. р.) / И. А. Трахтенберг. — М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. — С. 695, 755.

сягала в ці роки 21 %, за цим показником Німеччина помітно поступалася Англії (69 %) та Франції (77 %) ¹⁰⁰⁶.

Значну частину випущених паперів використали в спекулятивних біржових операціях на Берлінській біржі, яка стала основною в Німеччині. Обсяг операцій із цінними паперами на ній досягав 66 % від загального обсягу операцій на вторинному ринку. На Франкфуртській біржі обсяг операцій із цінними паперами становив у 1900 р. лише 12 %, а на Гамбурзькій — 9 %; на інших двох десятках бірж (у Кельні, Мюнхені, Дюссельдорфі тощо) не перевищував 2 % ¹⁰⁰⁷.

Масштаб біржових спекуляцій посилював напруженість на фінансовому ринку, що стало особливо помітним перед кризою 1907 р. У Німеччині курси акцій багатьох найбільших компаній значно знизилися ще в серпні 1907 р., задовго до паніки в США в жовтні. Сумарна вартість акцій у котируваннях на Берлінській біржі зменшилася на 11,4 % з 10,5 млрд марок наприкінці 1906 р. до 9,3 млрд марок наприкінці 1907 р. ¹⁰⁰⁸.

Після дестабілізації ринку цінних паперів у США банкрутства почалися також у Німеччині (у Гамбурзі припинив існувати один із найстарших банкірських домів Haller, Soehle & Co). Біржова криза досягла на німецьких біржах максимуму 1 березня, коли власники промислових акцій почали масово їх продавати і курси знизилися на 6–10 %.

У 1907 р. Німеччина стала головним у Європі центром кризи. Вона виявилася набагато глибшою і тривалішою, ніж криза 1900 р., і мала вплив не тільки на ринок цінних паперів, але й на багато галузей промисловості. Індекс обсягу промислової продукції в 1900 р. знизився менш ніж на 1 %, у 1907 р. — на 6–7 %. Інвестиції з 1907 р. по кінець 1908 р. зменшилися на 17 % і досягли докризового рівня лише в 1910 році, коли почався новий підйом. Особливо помітним був вплив кризи в будівництві. Якщо в 1900 р. його обсяги скоротилися на 8 %, то під час кризи 1907 р. скорочення становило в середньому 36 % (з 1906 по 1907 р. на 63 % у Берліні,

¹⁰⁰⁶ Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. — М.: Издательство Комкадемии, 1928. — С. 188, 206.

¹⁰⁰⁷ Gömmel R. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19 Jahrhundert bis 1914 / R. Gömmel // Deutsche Börsengeschichte / R. Gömmel, F. Henning, K. Kaufhold, B. Rudolph, R. Walter. — Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag, 1992. — S. 135–210.

¹⁰⁰⁸ Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1907. — Jena: G. Fischer, 1908. — S. 48.

на 15 % у Франкфурті, 16 % у Гамбурзі). Спад у будівельній галузі тривав близько трьох років, і навіть у 1913 р. будівництво відставало від свого обсягу у 1906 р.¹⁰⁰⁹.

Незабаром почався новий період зростання, який впевнено виводив Німеччину в одного із світових лідерів. Перед початком Першої світової війни за загальним обсягом операцій (5,3 млрд фунтів у 1913 р.) Берлінську біржу можна було порівнювати з Нью-Йоркською (5,3 млрд), хоча вона відставала від Паризької (6,2 млрд) і особливо від Лондонської (11,2 млрд). Меншим було значення Берлінської біржі в міжнародних операціях, а з 412 найменувань державних цінних паперів в котируваннях 1913 р. тільки 192 були іноземними облігаціями. Почасти це пояснювалося обмеженнями нового біржового закону (Borsegesetz) 1896 р., які призвели до переміщення деяких фінансових операцій з Берлінської біржі на Лондонську. Ці операції справді можна вважати спекулятивними, але саме вони забезпечували динамізм розвитку ринку цінних паперів.

За офіційним даними, у Німеччині наприкінці 1912 р. було 5369 акціонерних товариств із капіталом 16666 млн марок¹⁰¹⁰. Але за п'ять років, з 1907 по 1912 р., кількість акціонерних товариств збільшилася лише на 3 % (на 134 товариства), акціонерний капітал зріс на 16 %, з 1789 млн марок до 14880 млн марок. «Це безсумнівно свідчить про пануючу в акціонерних товариствах тенденцію до утворення великих підприємств», яка проявлялася також і в «численних випадках злиттів» дрібніших компаній¹⁰¹¹. Серед акціонерів вели-

¹⁰⁰⁹ Germany's financial crisis // The New York Times. — 1908. — September 23.

¹⁰¹⁰ Детальна інформація наводилася не для всіх товариств, а лише для 4712 основних з капіталом 14 880 млн марок. Гірничодобувним, металургійним і будівельним компаніям належав капітал 1309 млн марок, машинобудівним компаніям — 2253 млн марок, компаніям у хімічній промисловості — 645 млн марок, страховим компаніям — 426 млн марок, транспортним компаніям (разом із залізничними) — 1787 млн марок, торгово-фінансовим компаніям (разом із банками) — 5585 млн марок. За прибутковістю капіталу лідирували акціонерні компанії в хімічній промисловості (14,8%); потім йшли страхові (12,67%); гірничодобувні, будівельні та металургійні (11,22%); машинобудівні (9,04%). За величиною сплачених дивідендів на першому місці були страхові компанії (21,98%); потім йшли компанії хімічної промисловості (15,48%); гірничодобувні, металургійні та будівельні (10,91%); машинобудівні (8,86%) (Германские акционерные общества в 1911–1912 году // Новый экономист. — 1913. — № 39–40. — С. 15–16). За курсами того часу 1 марка дорівнювала 0,25 долара.

¹⁰¹¹ Германские акционерные общества в 1911–1912 году // Новый экономист. — 1913. — № 39–40. — С. 15–16.

ких підприємств часто були представники правлячої еліти. У 1912 році з'ясувалося, що навіть німецький імператор Вільгельм був акціонером пароплавних компаній «Гамбургсько-Американська лінія», і «Північно-Германський Ллойд»¹⁰¹².

У 1913 році відбувся перелом у процесі зростання німецької економіки — підйом закінчився у другій половині року, після чого почалося зниження активності, яке переходило у депресію. Спад кон'юнктури проявлявся в падінні цін у різних галузях промисловості, починаючи з металургійної. Хімічна й електротехнічна галузі ще були завантажені, але в більшості інших галузей (насамперед у текстильній і чорній металургії) добре відчувалося, що підйом закінчився. Замовлень ставало менше, ціни на продукцію знижувалися.

Сучасники розуміли, що в 1913 році «підйом передчасно закінчився», а наступний 1914 рік «почався вже за умов значної депресії»¹⁰¹³, яка «все більше посилюється», а «біржа завмерла»¹⁰¹⁴. «Немає ніяких ознак кінця теперішнього періоду депресії. Стан справ у чорній металургії залишається застійним, як і раніше... Зовнішня торгівля також демонструє початок стагнації»¹⁰¹⁵.

Таким чином «кон'юнктурний період, початковим моментом якого була жовтнева криза 1907 р., закінчився» узимку 1913–1914 рр., а у містах «знову зростає безробіття. Знову, як шість років тому, сотні тисяч не мають роботи й хліба, інші сотні тисяч відчують... зниження своїх доходів»¹⁰¹⁶.

¹⁰¹² «У вищих фінансових сферах Берліну вже давно вели розмови про це», а дружба німецького імператора з директором «Гамбурзько-Американської лінії» Балліном «стала темою різних припущень». Кар'єра Балліна була стрімкою — «він з'явився... у Берліні без грошей, займався різними комісійними справами», потім «швидко пішов уперед», і зараз його капітал «перевищує десятки мільйонів». Розповідають, що Вільгельм не раз пропонував Балліну портфель міністра, але той «тільки посміхався й дякував за честь», а тепер виявляється, що «німецький імператор... користувався прибутками... пароплавних компаній. Невідомо, яку користь принесла Вільгельму його участь у пароплавних компаніях, але цим останнім його участь, безсумнівно, принесла величезні вигоди» (Акции Вильгельма и русские эмигранты // Финансовое обозрение. — 1912. — № 17. — С. 13).

¹⁰¹³ Die Konjunktur. — 1913. — 24. XII. — S. 193–196; 1915. — 4. I. — S. 82.

¹⁰¹⁴ Revue economique internationale. — 1914. — Vol. 1. N. 1. — P. 144.

¹⁰¹⁵ Economist. — 1913. — 20. XII. — P. 1354.

¹⁰¹⁶ Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. — Jena: G. Fischer, 1914. — S. 1, 140.

Експорт германського капіталу

Нагромадження загального багатства перетворило Німеччину з реципієнта інвестицій на експортера капіталу. Плани щодо реекспорту британського капіталу, вкладеного в німецькі банки, з'явилися ще наприкінці 1890-х років, коли найбільші банки почали відкривати свої філії в Китаї, Японії, Сіамі (сучасний Таїланд). Ключову роль у цих планах відіграв Deutsche-Asiatische Bank, заснований за участі берлінського Deutsche Bank у 1889 р. із центральним офісом у Шанхаї. Deutsche-Asiatische Bank мав відділення в Калькутті та Йокогамі, а також у найбільших містах Китаю. Незабаром він отримав право емісії банкнот і брав участь у розміщенні облігаційних позик китайського уряду. Основним його завданням була експансія німецького капіталу в Китаї та інших країнах Азії. Під час кризи 1900 р., коли британський капітал був виведений з німецьких банків, плани розширення впливу німецьких банків в Азії довелося на час відкласти, хоча й ненадовго. Незабаром німецькі банки з'явилися в Гонконгу, Бангкоку, Шанхаї та Йокогамі.

Цим планам у Німеччині надавали особливе значення, оскільки вони дозволяли звільнитися від фінансового впливу Лондону, і на початку 1900-х років серед берлінських банкірів було чимало розмов про те, що Берлін уже засвоїв усі уроки фінансового Лондону, слава якого йде в минуле, і тому більше не має потреби в ньому¹⁰¹⁷.

Ще одним напрямом експансії німецького капіталу стали Центральна й Південна Америка. У 1886 р. Deutsche Bank створив дочірній банк Deutsche Uberseeische Bank, що діяв у цій частині світу. Тут у німецького капіталу було менше конкурентів, ніж у Південно-Східній Азії або Японії, і незабаром німецькі банки зайняли в багатьох латиноамериканських країнах домінуючу позицію. У передвоєнні роки на інвестиціях у Південну Америку, Китай і Оттоманську імперію, крім Deutsche Bank, спеціалізувався ще один найбільший берлінський банк — Disconto-Gesellschaft.

Таким чином, на початку XX століття Німеччина перетворилася на великого інвестора, вклавши значні капітали

¹⁰¹⁷ Banking Institutions in Germany // Economist. — 1903. — VIII. 22. — P. 1469–1470.

в Австро-Угорщину, а також у країни Латинської Америки й німецькі колонії в Африці¹⁰¹⁸. Загальний обсяг німецького капіталу, інвестованого в інших країнах (за даними 1906 р.) досягав 26 млрд марок (6,5 млрд доларів за курсами того часу), з них 16 млрд марок (4 млрд доларів) у цінних паперах. Ці інвестиції давали щорічний дохід 1,2 млрд марок (0,3 млрд доларів)¹⁰¹⁹. У 1913 р. експорт капіталу з Німеччини розподілявся в такий спосіб: 53 % — у країни Європи, 16 % — у країни Латинської Америки, 16 % — у Північну Америку, 9 % — у країни Африки, 6 % — інші країни¹⁰²⁰.

На початку XX ст. Німеччина стала економічно розвинутою державою, яка за темпами зростання випереджала Англію і Францію. А щодо технологічних інновацій (особливо в електротехніці та хімічній промисловості) вона стала визнаним лідером. «Останнім часом Німеччина зробила величезні успіхи в економіці. Широкий розвиток торгівлі й промисловості, блискучі результати, досягнуті в різних сферах техніки, поставили її попереду інших народів», а німецькі товари «витісняють із європейських і азійських ринків англійські й американські товари»¹⁰²¹.

¹⁰¹⁸ Обсяг німецьких іноземних інвестицій у відсотках від обсягу внутрішніх заощаджень становив 1,4–3,4% у 1860–1869 pp.; 7,3–13,1% у 1870–1879 pp.; 7,3–19,3% у 1880–1889 pp.; 12,6–11,5% у 1890–1899 pp.; 9,0–7,6% у 1900–1909 pp.; 7,3% у 1910–1913 pp. (O'Rourke K. *Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy* / K. O'Rourke, J. Williamson. — Cambridge: MIT Press, 1999. — P. 209).

¹⁰¹⁹ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг [4-е изд.]. — М.: Государственное издательство, 1924. — С. 383.

¹⁰²⁰ Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 79.

¹⁰²¹ Наприкінці XIX ст. успіхи Німеччини багато хто пояснював у стилі тієї епохи не об'єктивними економічними причинами, а «темпераментом німецького народу», його «наполегливістю в досягненні поставленої мети», «методичністю в праці» і «залізною волею» (Причины экономического успеха Германии // Киевское слово. — 1898. — № 3657. — 16 марта. — С. 1).

*Австро-Угорщина:
багатонаціональна імперія
в центрі Європи*

Держава Габсбургів

Австро-Угорщина була багатонаціональною імперією, що існувала з 1867 по 1918 р. після об'єднання Австрійської імперії та Угорського королівства. Точніше буде говорити навіть не про Австро-Угорщину, історія якої як держави була порівняно недовгою, а про Габсбурзьку монархію¹⁰²² — центральноевропейську державу, кордони і національний склад якої часто змінювалися. Особливістю цієї держави було те, що в ній (на відміну від інших континентальних колоніальних імперій) ніколи не було чітко вираженої метрополії. Протягом більшої частини XIX століття суспільство в Габсбурзькій монархії було переважно аграрним, як і в сусідній Російській імперії — індустріалізація почалася пізніше, ніж у Франції та Німеччині. У торгівлі й комерції традиційно переважали представники численної єврейської громади.

Незважаючи на монархічний державний устрій, уряд Австро-Угорщини загалом дотримувався політики економічного лібералізму і не заважав підприємцям. Символічною основою Габсбурзької імперії була не національна приналежність, а відданість правлячій династії, якій служили державні діячі й полководці, що належали до різних народів — німці Тіллі, Шварценберг і Меттерніх; чехи Валленштайн, Кауніц і Радецький; хорвати Елачич і Бороєвич; угорці Тису й Андраші; поляки Седльницький і Голуховський. Тому в сприйнятті сучасників піддані Габсбурзької імперії завжди були центральноевропейськими космополітами.

Відень, стародавнє місто з багатими традиціями, що вважався культурною столицею Європи, наприкінці XIX століття прославився вишуканими меблями, «віденським вальсом»,

¹⁰²² Імперія Габсбургів у своїх загальних межах сформувалася в XVI–XVII століттях і проіснувала до 1918 року.

психоаналізом Зигмунда Фрейда, а також тим, що приваблювало до себе багатьох поетів і художників. Наприкінці XIX століття в Австро-Угорщині сформувалася своєрідна й неповторна міська субкультура, майже однакова у Відні, Празі, Будапешті, Кракові, Львові та інших старих містах імперії. Це був світ вузьких вуличок і затишних кав'ярень, модних салонів і художніх виставок, яскравих вітрин і веселих гулянок у міських парках. Ідеалізований образ «старого доброго Відня» був, звичайно, прикрашеним, і за фасадом загальної терпимості та космополітизму чимало було політичної авторитарності та національного фанатизму¹⁰²³. Але, хай там як, космополітичний принцип наднаціональної культури мав дуже важливе значення, відрізняючи Австро-Угорщину від націоналістичної Німеччини. А щодо забезпечення громадянських прав австрійська держава мала явні переваги перед Німеччиною.

Економічне зростання та цінні папери

Після «грюндерського краху» 1873 р. новий етап індустріалізації почався в 1880 р. і тривав до Першої світової війни. У цьому етапі можна виділити три періоди: перший у 1873–1888 рр. з піком активності в 1883 р.; другий у 1888–1895 рр. з підйомом в 1895 р. і періодами рецесії в 1891 і 1893 рр., і третій у 1895–1896 рр.¹⁰²⁴. У той час як в Англії й Франції темп економічного зростання до початку XX століття став уповільнюватися, в Австро-Угорщині він зріс удвічі, хоча й

¹⁰²³ У віденському парламенті кінця XIX століття, барвисто описаному в есе Марка Твена, справді були представлені всі верстви суспільства — принци, барони, священники, селяни, робітники, юристи, лікарі, професори й банкіри. Вони були віддані своїй справі, але, як з іронією відзначав М. Твен, їх поєднувала ортодоксальна релігійність і те, що «усі вони ненавиділи євреїв» (Twain M. *Stirring Times in Austria* / M. Twain // *Harpers New Monthly Magazine*. — 1983, March. — P. 533).

¹⁰²⁴ Середні темпи зростання ВВП на душу населення становили 0,5% у 1830–1860-ті роки, 1,0% у 1860–1913 рр. (у Російській імперії — 0,2% і 1,1%; у Німеччині — 1,2% і 1,4%; Франції — 1,3% і 1,2%; Англії — 1,6% і 1,0%). Темпи зростання виробництва промислової продукції (на душу населення) становили 2,2% з 1851 по 1865 р.; 4,09% з 1865 по 1885 р.; 3,42% з 1885 по 1911 р. (Good D. *Modern Economic Growth in the Habsburg Monarchy* / D. Good // *Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays*. Edited by John Komlos. — New York: Columbia University Press, 1990. — P. 201).

не так динамічно, як це було тоді у Росії (у 5,5 раза). Через значну нерівномірність розвитку Австро-Угорщину ніколи не відносили до групи країн зі стабільними темпами зростання, а порівнювали зазвичай з Італією та Росією¹⁰²⁵.

Після початку пожвавлення середини 1880-х у розвитку промисловості та фінансової системи Австро-Угорщини основним промисловим регіоном стала Богемія¹⁰²⁶, випередивши Австрію. На чеських землях було зосереджено 56 % промислової робочої сили, там виробляли 75 % продукції¹⁰²⁷. На початку ХХ століття посилювалися процеси картелізації промисловості — найбільший тоді картель об'єднав металургійні підприємства¹⁰²⁸. Другим за значенням став картель, пов'язаний з виробництвом цукру.

Багато приватних банкірських домів, які мали важливе значення в Австро-Угорщині, після кризи 1873 р. були поглинені великими банками, і тільки віденський банкірський дім Соломона Ротшильда зберіг своє колишнє значення. Розвиток системи акціонерних банків після 1873 р. також сповільнився — банки стали обережними і кредитували тільки найбільш успішні та надійні підприємства.

У цей час загальмувалося акціонерне засновництво — на створення акціонерних компаній накладали обмеження (переважно податкового характеру), що діяли до 1899 р. І хоча в Австро-Угорщині «грюндерський крах» був порівнянний за

¹⁰²⁵ Нерівномірність у розвитку економіки Австро-Угорщини добре помітна за показниками середніх річних темпів економічного зростання — 4,9 % у 1880–1890 рр.; 3,4 % у 1890–1900 рр.; 2,8 % у 1900–1913 рр. (під час чергового буму в 1903–1907 рр. темпи економічного зростання досягли найвищого рівня — 6,3 %).

¹⁰²⁶ Крім Богемії, промисловими регіонами Австро-Угорщини були Нижня Австрія та Моравія.

¹⁰²⁷ Під час промислового буму 1904–1907 рр. швидше за все розвивався військовий завод Еміля Шкоди й празька залізнична компанія Карла Вітгенштейна.

¹⁰²⁸ У металургійному синдикаті «брала участь урядова залізниця (Staats Bahn), яка володіла 18 % [акцій] в угорській групі синдикату». Розпад синдикату почався з того, що «ця залізниця заявила про свій вихід з нього. Безпосередньо за цим виникли непорозуміння між австрійською та угорською групами синдикату», які призвели спершу до розриву між цими групами, а потім і до розпаданню самих груп. Після цього між австро-угорськими металургійними підприємствами почалася посилена конкурентна боротьба, і «конкуренція мала такі масштаби, що деякі з угорських заводів були змушені призупинити виробництво» (Распадение австро-венгерского железнодорожного синдиката // Киевлянин. — 1900. — № 312. — С. 3. — Кол. 3).

своїми масштабами із кризою 1873 р. у Німеччині, обмеження на створення акціонерних компаній в Австро-Угорщині були набагато більшими. Тому в 1907 році в Німеччині було у вісім разів більше акціонерних товариств (у Росії — у три рази), ніж в Австро-Угорщині. Вплинуло це і на місцевий ринок акцій — у 1910 р. промислові (зокрема залізничні) акції становили тільки 2,3 % від усіх випусків цінних паперів (у порівнянні з 63 % в Англії, 29 % у Німеччині, близько 20 % в Італії й Румунії, 16 % у Франції). До того ж середня прибутковість акцій в Австро-Угорщині зазвичай не перевищувала 5 %¹⁰²⁹, а це було порівняно із прибутковістю державних облігацій, практично позбавлених ризиків.

Під час нового «грюндерського буму» в 1904–1912 рр. підвищене значення мали ощадні банки, які не так сильно постраждали в 1873 році. Концентрація банківського капіталу була значною (на дев'ять основних віденських банків припадає половина всього капіталу акціонерних банків у 1900 році й дві третини — у 1913 році)¹⁰³⁰.

Для банківської системи Австро-Угорщини, сусідньої до Німеччини держави, характерною рисою був тісний зв'язок банків із промисловими підприємствами. Універсальні банки (Universalbanken, першим з яких став бельгійський Societe Generale, що почав роботу ще в 1830-ті роки), акумулювали короткотермінові депозити і надавали довготермінові кредити (Kontokorrentkredit) промисловим підприємствам. При цьому вони були власниками великих пакетів акцій цих підприємств. Така модель фінансування в Австро-Угорщині переважала.

Віденська біржа стала основним центром операцій із цінними паперами, однак після кризи 1873 р. робота біржі була дестабілізована. Близько половини акцій зникли з лістингу,

¹⁰²⁹ О новой системе статистики доходности акционерных товариществ // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 47. — С. 359–360.

¹⁰³⁰ У десяти найбільших віденських банків у 1896 році було 34 відділення у всіх частинах імперії, в 1905 р. — 92 відділення. З віденськими банками конкурували банки Богемії — в одного з найбільших, Spogobanka, у 1913 році працювали відділення у Відні, Будапешті, Брно, Кракові, Львові та Чернівцях. Загальне зростання банківських капіталів також було значним — від 2970,0 млн крон у 1880 р. до 16 432,9 у 1912 р. Короткотермінові кредити становили 45 % у 1880 р. і 48 % у 1895 р. Потім, після кризи 1895 р., їхня частка знизилася до 42 % і знову зросла до 55 % у 1912 р. За курсами 1913 р. 1 крона становила 0,2 долара.

тому що недовіра до цих паперів була надто великою. Крім Віденської біржі, основного центру операцій із цінними паперами, значення мали також Празька й Будапештська біржі. Після кризи в операціях із цінними паперами на цих біржах також переважали облігації, акції були представлені значно менше.

Саме в цей час відбулася переорієнтація індивідуальних інвесторів із забезпеченого середнього класу (а в Австро-Угорщині прошарок таких інвесторів був досить великий) з ринку акцій на облігаційний ринок. Іноземні цінні папери на австро-угорських біржах були в той час загалом мало поширені¹⁰³¹.

Кількість відвідувачів біржі, з 1856 по 1873 р. зросла з 1377 до 2941, потім почала скорочуватися до 1557 у 1895 р. і 1037 у 1900 р. «Поряд з таким значним кількісним скороченням складу біржових відвідувачів відбулося погіршення їхньої якості... Великі комерсанти й промисловці, не бажаючи потрапити в число професійних фондових торговців згідно із правилами біржового податку, майже зовсім перестали відвідувати біржу». Після цього більшість відвідувачів біржі все частіше «становлять збіднілі люди», які не мають можливості через їхню багаторічну діяльність на біржі «підшукати собі нове заняття». Такий специфічний склад біржі «позбавляє її можливості виконувати важливі економічні завдання»¹⁰³².

¹⁰³¹ За даними 1912 р., на Лондонській біржі частка іноземних облігацій досягала 48 %, на Паризькій — 55 %, на Берлінській — 5,6 %, а на Віденській біржі — тільки 0,7 % (Wurm S. The Development of Austrian Financial Institutions in Central, Eastern and South-Eastern Europe / S. Wurm. Comparative European Economic History Studies Working Paper Series Number 31. November 2006. — Vienna: University of Applied Sciences of Vienna, 2006. — Р. 28. — <http://www.econbiz.de>).

¹⁰³² Діяльність біржових посередників «майже зовсім припинилася, і ринок знову повернувся у той початковий стан, коли для регулювання попиту та пропозиції мали значення тільки відповідні вимоги в цей момент. Внаслідок цього курси паперів мають різкі коливання, тому про нормальний хід біржової діяльності не може бути й мови». «Занепад діяльності» на Віденській біржі в 1900 р., «який набув майже хронічного характеру за останній час, став причиною подання Віденською біржовою палатою доповідної записки австрійським міністрам фінансів і юстиції. Занепад біржової діяльності виникає, на думку палати, не тільки через суворість оподаткування біржових угод, але й недостатнім судовим захистом біржових операцій, які суди чомусь ототожнюють (мабуть, внаслідок слабого знайомства з темою) з азартними іграми» (Австро-Венгрия // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1900. — № 43. — С. 187).

Особливо сильним занепад на біржі був під час кризи 1900 р. Зниження курсів усіх цінних паперів мало такі розміри, що це сприймалося як «щось зовсім нове для нинішнього покоління. Власне кажучи, не було одного падіння, а... майже безперервний ряд падінь». І тільки біржа встигне заспокоїтися, як «на другий день починається нове падіння. Зниження паперів виникає від того, що на ринку немає покупців», хоча «пропозиція паперів мінімальна». Цінні папери потрапляють здебільшого в руки тимчасового власника, який на наступний день намагається їх знову продати. «Рухомі цінності стало в цей час важче реалізувати, ніж нерухомі. Тому будинок легше продати, ніж партію акцій». Папери, що потрапляють на ринок, «продаються банками за рахунок своїх клієнтів, з якими вони хочуть закінчити біржові розрахунки», тому що «комісіонери всі без винятку» стверджують, що реальні доручення їхніх клієнтів щодо придбання паперів «дуже незначні»¹⁰³³.

Така сама проблема відзначалася, коли почався спад 1913 р. «Незважаючи на швидкий економічний прогрес і впорядкування емісійної справи», в Австро-Угорщині «вільних капіталів немає» через «обмежену сміність віденського грошового ринку». «Глибока фінансова депресія перейшла в гостру промислову кризу і скувала всю країну, обмеживши приватні та державні фінанси Австро-Угорщини. Грошовий голод дається взнаки всюди — на біржі, у приватних банках, державних ощадних касах, державному казначействі, Австро-Угорському банку»¹⁰³⁴.

¹⁰³³ Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1901. — № 27. — С. 43.

¹⁰³⁴ «Відсутність вільної готівки була настільки відчутною, що австро-угорський уряд за допомогою телеграфу терміново уклав не вигідну позику на 125 млн крон у Нью-Йорку під 7%». Подібні до облігацій державні бони із прибутковістю 4,5% терміном 12 і 24 місяці були розміщені нью-йоркськими банкірами, які купували їх по 97%. «На так само не вигідних умовах» була укладена наступна австро-угорська позика на 125 млн крон, організована банкірською групою Ротшильда з Відня. Настільки не вигідні умови позик пояснювалися тим, що австро-угорський емісійний банк не міг надати реальну фінансову допомогу державі, тому що сам «переживав... дуже складний період». Хоча грошовий обіг банку за 1912 рік зріс на 658 млн крон, а портфель цінних паперів збільшився на 340 млн крон, золотий запас банку знизився і становив лише 58,2% паперового обігу замість 70% у 1911 році (Переяславский Ю. Австрийская политика и австрийские финансы / Ю. Переяславский // Новый экономист. — 1913. — № 45. — С. 12–15).

У 1913 році підприємці у Відні були готові платити в приватних банках 9–10 і навіть 12% за кредит, «але не завжди могли знайти необхідний кредит навіть на таких умовах». А коли поширилися чутки про можливу «реквізицію вкладів ощадних кас на потреби війни», це спричинило в Австро-Угорщині «паніку і масове вилучення вкладів». За даними Австро-Угорського банку, тільки лише за вересень і жовтень 1913 р. сума вилучення вкладів досягла 300 млн крон і, мабуть, «ці цифри значно нижче реальних». Паніку посилювало те, що «вкладники не завжди могли одержати назад свої гроші», їм доводилося довго чекати. «Фонди австрійських ощадних кас розміщені в таких цінних паперах», що для їхньої реалізації навіть за нормальних умов «потрібен тривалий час, а в періоди криз ці папери майже зовсім іммобілізовані»¹⁰³⁵. Загальна паніка призвела до того, що в 1913 р. усі папери знизилися в ціні (державні облігації Австро-Угорщини на 4%, облігації залізниць на 3,5%, акції промислових підприємств на 15–20%). Реальні втрати інвесторів від зниження курсів були, мабуть, ще більшими.

Банківська модель фінансування

В еволюції банківської моделі фінансування економічного зростання в Австро-Угорщині було декілька етапів. У першій половині XIX ст. основне значення як джерело інвестиційного капіталу мали приватні банкірські дома, які зазвичай не займалися фінансуванням промисловості. Із середини століття приватні банкірські дома втратили своє значення, їм на заміну прийшли акціонерні банки, що фінансували насамперед будівництво залізниць, а також промислові підприємства. Після кризи 1873 р. інтерес банків до фінансування промисловості значно послабшав, більшість банків мали великі збитки під

¹⁰³⁵ В одній із найбільших ощадних кас із 540 млн вкладів 131 млн інвестували в різні процентні папери, 47 млн видали як аванси під процентні папери (видавалося до 70% номінальної вартості паперів), а 324 були вкладені в іпотечне кредитування. Затримка під час видачі вкладів була в такій ситуації цілком природною, але ця затримка тільки посилювала загальну паніку, тому вкладники «брали приступом» ощадні каси (Переяславский Ю. Австрийская политика и австрийские финансы // Ю. Переяславский // Новый экономист. — 1913. — № 45. — С. 12–15).

час кризи (крім хіба що таких великих, як Credit-Anstalt і Anglo-Oesterreichische bank). З початком нового промислового підйому в 1880-ті роки банки знову почали фінансувати промислові підприємства, зокрема пов'язані з виробництвом цукру¹⁰³⁶.

Після закінчення кризи 1900 р. в Австро-Угорщині настав тривалий період економічного підйому й стабільності, що тривав до Першої світової війни. Це були «старі добрі часи», які асоціювалися із правлінням імператора Франца-Йосифа і згадувалися з ностальгією. Але і в ці «добрі часи» економіка Австро-Угорщини залишалася переважно аграрною (у сільськогосподарському секторі працювало 70 % робочої сили, у Німеччині — лише 35 %). Друга промислова революція, розвиток хімічної, електротехнічної й автомобільної промисловості не дуже відчувалися в Австро-Угорщині. На початку ХХ століття вона виробляла лише 6 % загальноєвропейської промислової продукції¹⁰³⁷. Але у ці роки інтерес австро-угорських банків до фінансування промисловості збільшився, і сформувався тісний зв'язок між банками та промисловими підприємствами подібно до того, як це було в Німеччині¹⁰³⁸.

Іноземні капітали в Австро-Угорщині

Австро-Угорська імперія традиційно була реципієнтом іноземного капіталу, що надходив до кризи 1873 року переважно з Амстердаму, Брюсселя, Парижу й Франкфурту. Уже тоді в Австро-Угорщину було вкладено близько 1 млрд марок німецьких капіталів¹⁰³⁹, а з початку ХХ ст. німецькі капітали

¹⁰³⁶ В Австро-Угорщині «цукровий бум» відзначався на початку 1880-х, але він був перерваний світовою «цукровою кризою» 1884 р., спричиною надвиробництвом цукру в багатьох країнах, що призвело до зниження ціни на цукор удвічі, ліквідації підприємств і стагнації на світовому цукровому ринку.

¹⁰³⁷ Шимов Я. Австро-Венгерская империя / Я. Шимов. — М.: Эксмо, 2003. — С. 309.

¹⁰³⁸ Зокрема, у машинобудування (яке розвивалося переважно в Чехії) з 1880 р. було вкладено 8,8 млн крон у п'ять найбільших акціонерних компаній, у 1914 р. — 133 млн крон у 19 найбільших акціонерних компаній.

¹⁰³⁹ Komlos J. Financial Innovations and the Demand for Money in Austria-

взагалі домінували. Усі основні інновації — як промислові, так і фінансові — підтримувалися постійним надходженням іноземних інвестицій.

Загальна сума іноземних капіталів, вкладених в Австро-Угорщину (переважно через придбання облігацій державних позик) досягала 6,35 млрд крон, хоча обсяг прямих іноземних інвестицій був значно меншим. Сукупна вартість усіх австрійських і угорських цінних паперів (разом із державними), які були розміщені в інших країнах і перебували у власності іноземних інвесторів, досягала 9,8 млрд крон (приблизно 2 млрд доларів).

Іноземні інвестори вкладали свої капітали переважно в залізничні цінні папери. В Австро-Угорщині 85 % залізничних облігацій належали наприкінці XIX ст. державі. З недержавних власників залізничних цінних паперів 75 % становили іноземні інвестори, переважно німецькі банки (їхнім основним конкурентом були французькі інвестори). На німецькому ринку іноземних цінних паперів австро-угорські акції та облігації лідирували, перевищуючи за своїм обсягом цінні папери США та Російської імперії¹⁰⁴⁰.

Сумарна вартість усіх австро-угорських цінних паперів досягла в 1901 р. 19 600 млн крон (у 1912 р. — 24 900 млн). З них іноземним власникам належало в 1901 р. 35 % (у 1912 р. 24 %). Більшість із цих цінних паперів становили державні облігації, вони не були пов'язані з інвестиціями в промисловість. Облігації залізниць становили 15 % (з них 75 % належало іноземним власникам), банківські й страхові цінні папери — 0,8 % (20 % були в іноземних інвесторів), промислові акції — лише 0,5 % усіх цінних паперів (в іноземній власності було 12 %). Ці цифри показують, що загалом іно-

Hungary, 1867–1913 / J. Komlos // *Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays.* Edited by John Komlos. — New York: Columbia University Press, 1990. — P. 115–121.

¹⁰⁴⁰ Найбільший інтерес до цінних паперів залізниць Австро-Угорщини проявляв пов'язаний з Ротшильдами Darmstadt Bank — у 1863 р. він двічі купував великі пакети цінних паперів галицької залізниці Карла-Людвіга на 6 і 5 млн гульденів, а в 1867 р. — акції та облігації залізниці Франца-Йосифа. А банк Disconto-Gesellschaft (який входив до консорціуму Ротшильдів) придбав 5 % облігацій Австро-Угорської державної залізниці й Угорської східної залізниці (Туполев Б. М. Экспансия германского империализма в юго-восточной Европе в конце XIX — начале XX ст. / Б. М. Туполев. — М.: Наука, 1970. — С. 60, 65).

земні інвестиції в промисловість Австро-Угорщини не були дуже великими¹⁰⁴¹.

Наприкінці XIX століття загальну увагу привернув видобуток нафти в Галичині, найбільш віддаленій східній провінції Австро-Угорської імперії. За обсягом видобутку нафти на початку XX ст. цей регіон деякий час був на п'ятому місці у світі. У Галичину потекли іноземні капітали, і там почався акціонерний бум. За короткий час виникло більше півсотні нафтових компаній, від дрібних до великих концернів. У більшість із них були вкладені іноземні капітали — австрійські, німецькі, англійські, французькі, а також американські. Нафтовий бум у Галичині став справжнім бумом з усіма його характерними рисами — різними авантюристами, засновницькою гарячкою й неминучими банкрутствами¹⁰⁴².

На початку XX ст. завдяки концентрації банківських капіталів фінансові активи Австро-Угорщини збільшилися загалом майже вдвічі, і це трохи активізувало інвестиції в промисловість (обсяг вкладеного капіталу досяг 13 % ВВП). Австро-Угорські банки не тільки використовували свої капітали для створення нових промислових підприємств, але в 1914 р. внаслідок спільних зусиль десяти найбільших банків створили *Österreichische Kontrollbank für Industrie und Handel* з метою фінансування й контролю діяльності великих синдикатів, картелів і трестів.

Саме в Австро-Угорщині виникли одні з перших міжнародних холдингових компаній — у 1890 р. берлінський *Deutsche Bank* і віденський *Wiener Bankverein* заснували дочірній *Bank für Orientalische Eisenbahnen*, який контролював балканські залізниці. Ці банки стали власниками більшої частини акцій в австрійській компанії, що управляла побудованими в Туреччині залізницями. Таким чином Австро-Угорщина стала реекспортером капіталу у деякі балканські країни — Болгарію, Сербію, Румунію. У Болгарії австрійські банки мали провідне значення, однак в Сербії та Румунії їхній вплив був суттєво меншим, ніж німецьких і французьких банків.

¹⁰⁴¹ Rudolph R. L. *Banking and Industrialization in Austria-Hungary: The Role of Banks in the Industrialization of the Czech Crownlands, 1873–1914* / R. L. Rudolph. — Cambridge: Cambridge University Press, 2008. — P. 174–175, 178–179.

¹⁰⁴² Докладніше див.: Мошенский С. З. Финансовые центры Украины и рынок ценных бумаг индустриальной эпохи / С. З. Мошенский. — London: Xlibris, 2014. — С. 194–203. — <http://www.books.google.com>

Ще більшим був експорт австро-угорського капіталу в Російську імперію¹⁰⁴³. Його проникнення туди почалося ще в 1830-ті роки — австрійських інвесторів приваблювало будівництво залізниць¹⁰⁴⁴. Це проникнення розширилося після укладання 2 вересня 1860 р. договору про торгівлю й мореплавання між Росією та Австрією, а також подальших торговельних угод 1894 і 1906 рр.¹⁰⁴⁵. Загалом у XIX столітті в царській імперії заснували 40 австрійських підприємств (німецьких — 207, англійських — 38, французьких — 26)¹⁰⁴⁶.

¹⁰⁴³ Серед іноземних підприємців у Російській імперії громадяни Австро-Угорщини (20,1 % у 1897 р.) були на другому місці після громадян Німеччини. Товарообіг між двома країнами зріс із 7,7 млн руб. до 55,5 млн у 1880 р. і 101 млн у 1913 р., а в 1906 році на Віденській біржі були успішно розміщені облігації зовнішньої позики, які мали добрий попит (Обзор внешней торговли России по европейской и азиатской границам за 1913 р. Ч. 1. — СПб.: Тип. М. П. Фролова, 1914. — С. III, 82). За курсами 1913 р. 1 рубль становив 0,5 долара.

¹⁰⁴⁴ У 1836 р. Франц Герстер, — мабуть, один із перших австрійських підприємців у Росії — організував акціонерне товариство для будівництва залізниць з Петербурга в Царське село. У 1845 р. було створено ще одне акціонерне товариство з австрійським капіталом для будівництва залізниць з Варшави (яка входила тоді як столиця Царства Польського до складу Російської імперії) до Відня. А в 1865 р. австрійська акціонерна компанія віденського банкіра Оффенгейма отримала концесію на будівлю залізниць Львів — Кишинів — Одеса (Птицын А. Н. Австрийский капитал в России (середина XIX — начало XX века) / А. Н. Птицын. — <http://www.vestnik.stavs.ru> — С. 47).

¹⁰⁴⁵ Сборник действующих трактатов, конвенций и соглашений, заключённых Россией с другими государствами. Т. 1. — СПб.: Тип. Тренке и Фюсно, 1902. — С. 95. На початку 1880-х років австрійська акціонерна компанія, створена віденськими банкірами Оффенгеймом, Нешауером і Зінгером, отримала концесію на будівництво в Батумському порту нафтового терміналу («газової станції»), через який мав йти основний потік експорту нафти з Російської імперії (16 % цієї нафти вивозилося в Австро-Угорщину) (Скальковский А. Русский торговый флот и срочное пароходство на Чёрном и Азовском морях / А. Скальковский. — СПб.: Тип. А. С. Суворина, 1887. — С. 202).

¹⁰⁴⁶ Бовыкин В. И. Иностранное предпринимательство и заграничные инвестиции в России Очерки / Бовыкин В. И. — М.: «Российская политическая энциклопедия», 1997. — С. 50. Серед галузей промисловості, в які вкладали австрійські капітали, потрібно зазначити сталеливарну (акціонерна компанія «Сталеливарный завод Польдегютте», яка побудувала в другій половині 1890-х років два металургійні підприємства в Москві та Варшаві з виробництва високоякісної збройової сталі) (Сборник сведений о действующих в России акционерных обществах и товариществах на паях. — СПб.: Тип. ст. Ф. Киришаума, 1914. — С. 324–325). Ще одним важливим напрямом інвестицій була меблева промисловість. З кінця XIX століття Відень став одним із світових лідерів у виробництві меблів, і одна з найбільших меблевих

«Фінансовий ренесанс» у Російській імперії

Вплив епохи експорту капіталу

Коли у світі почалися процеси фінансової глобалізації, потоки капіталів зв'язали у єдину фінансову систему різні країни, які іноді перебували на різних континентах. Цей час був для Російської імперії періодом найбільшого економічного розквіту, перерваного Першою світовою війною й двома революціями 1917 року. Ліберальні реформи 1860-х років стали епохою численних інновацій, а розширення транспортної інфраструктури (мережі залізниць і морських перевезень), поширення телеграфу й телефону забезпечили інтеграцію царської імперії в загальносвітовий економічний простір¹⁰⁴⁷. Усе це сприяло обміну товарами, фінансовими потоками й людьми, розширюючи участь Російської імперії в глобалізаційних процесах.

Надлишок капіталів у світі створював потребу вигідно їх інвестувати. Це стало основною причиною експорту капіталів і виникнення стійких інвестиційних потоків, спрямованих з основних фінансових центрів — Лондону, Парижу, Берліну — у країни, що розвиваються (США, Канаду, Австралію, Аргентину, а також Росію і Японію). Цінні папери цих країн забезпечували більшу прибутковість, ніж державні й корпоративні цінні папери «старих» індустріальних країн.

компаній «Брати Тонет» мала фабрики в різних країнах, зокрема одну фабрику в Російській імперії (у Царстві Польському). У 1899 р. у Петербурзі заснувала свою фабрику інша австрійська компанія — «Акціонерне товариство фабрики віденських меблів Якова та Йосифа Кона» (Указатель действующих в империи акционерных предприятий и торговых домов. В 2 т. — СПб.: Изд. Э. Верн, 1905. — Т. 1. — С. 147; Т. 2. — С. 563).

¹⁰⁴⁷ Ті країни, «які могли подолати власне небажання та інерцію своїх інститутів», одержували можливість «вступити в клуб» міжнародного співтовариства, нехай навіть «ціною великих витрат». У 1860-ті роки «таке рішення, хоча й зовсім різними способами, ухвалили Японія та Росія» (Мокир Дж. Дары Афины. Исторические истоки экономики знаний / Дж. Мокир. — М.: Изд. Института Гайдара, 2012. — С. 156).

Англія залишалася основним фінансовим центром світової економічної системи, однак у зрілій британській економіці темпи економічного зростання почали сповільнюватися, і більшого значення набував сервісний сектор, представлений головним чином сферою фінансових послуг. Британські інвестиції в європейські країни (зокрема в Російську імперію) зменшувалися¹⁰⁴⁸, а Франція, Бельгія й Німеччина, наздогнавши Англію за індустріальним потенціалом, увійшли в групу країн — експортерів капіталу.

Для Російської імперії основним джерелом капіталів стала Франція, і масові французькі інвестиції у важку промисловість визначили загальний економічний підйом кінця XIX — початку XX століття. На другому місці були бельгійські інвестиції, також переважно у вугледобувні й металургійні підприємства. Паризька й Брюссельська біржі стали основними ринками для російських цінних паперів — на Паризькій переважали облігації зовнішніх позик, а на Брюссельській — індустріальні акції й облігації російських компаній, створених за рахунок іноземних інвестицій.

Економічне зростання

Напередодні Першої світової війни Петербург, космополітичне місто з населенням близько 1,7 млн осіб, де «над Невною — посольства половини світу» (О. Мандельштам), став великим фінансовим центром (принаймні серед країн — отримувачів іноземних інвестицій). Тут перетиналися багато фінансових потоків епохи експорту капіталу. Крім того, товарно-фондові біржі були в шести містах імперії — Москві, Києві, Одесі, Харкові, Варшаві й Ризі.

У Російську імперію були вкладені величезні інвестиції, масово закладалися акціонерні компанії, формувався се-

¹⁰⁴⁸ Від 66 % усіх англійських інвестицій у 1850 р. до 25 % у 1870 р. і 5 % у 1900 р. Замість Європи основним напрямом британських інвестицій стали США та колонії (Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2004. — P. 87). Втім, незважаючи на сповільнення економічного зростання в Англії, британський ринок акцій був найбільш розвинений (14 % усіх активів на ринку цінних паперів). У США цей показник досягав 12,5 %, у Франції — 5,1 %, у Німеччині — 3,2 %, у Росії — 2,1 % (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 84, 120, 126. — Table 5.1).

редній клас, на біржах торгувалася велика кількість цінних паперів, а в основних економічних центрах почали зароджуватися перші форми сервісної економіки, орієнтовані насамперед на фінансові послуги. Кількість людей, що працювали у сфері фінансових послуг, була значно меншою, ніж в Англії або Франції. Але розвивалася ця сфера під впливом тих самих тенденцій, а неформальні бізнес-мережі російських підприємців мало чим поступалися британським або французьким мережам. Таким чином Російська імперія з її ринком цінних паперів стала учасницею процесів фінансової глобалізації, подібно до інших реципієнтів інвестицій — Австралії, Канади, Японії.

За особливостями економічної й фінансової систем, а також за швидкими темпами зростання Російська імперія чимось нагадувала Німеччину, хоча були деякі суттєві відмінності. У Німеччині індустріалізація пішла набагато далі, а бюрократія була значно ефективнішою, ніж у Росії. Втім, у мирний час звична недосконалість російської бюрократії не становила проблеми для царської влади¹⁰⁴⁹.

Темпи зростання економіки Російської імперії «були відносно високими з погляду світових стандартів кінця XIX — початку XX століття. Росія належала до групи країн з найвищими темпами економічного розвитку, таких як США, Японія та Швеція»¹⁰⁵⁰, а після 1880 року промислове зростання було там найшвидшим у Європі.

У 1914 р. загальна вартість усіх цінних паперів, що перебували в обігу в Російській імперії, досягла за різними оцінками 13–15 млрд руб. (6,8–7,7 млрд доларів)¹⁰⁵¹, і за цим показником Російська імперія посідала п'яте місце після Німеччини, випереджаючи Австро-Угорщину та Японію. «Чистий національний продукт» (загалом близький до ВВП) Російській імперії в 1913 р. становив 20 266 млн руб. (118,5 руб. на душу населення)¹⁰⁵².

¹⁰⁴⁹ Nonn C. Bismarck. Ein Preube und sein Jahrhundert / C. Nonn. — Munchen: C. H. Beck Verlag, 2015. — S. 336–337.

¹⁰⁵⁰ Gregory P. Russian National Income, 1885–1913 / Gregory P. — N. Y.: Cambridge University Press, 2004. — P. 192.

¹⁰⁵¹ Левин И. И. Петербургская биржа в 1899–1912 гг. и дивидендные ценности (Материалы для исследования) / И. И. Левин // Вестник финансов, промышленности и торговли. — 1914. — Т. 1. — № 3. — С. 607.

¹⁰⁵² Грегори П. Экономический рост Российской империи (конец XIX —

Розквіт ринку цінних паперів

Капіталізація (відносно до національного продукту) всього ринку цінних паперів становила 62,31 %, ринку боргових інструментів — 43,4 %, ринку акцій — 18,8 %. За капіталізацією ринку акцій у 1913 р. Російська імперія посідала дев'яте місце, випереджаючи Аргентину (17 %) і Норвегію (16 %), але значно відстаючи від США (39 %), Австралії (39 %), Німеччини (44 %), Японії (49 %), Канади (74 %), Австро-Угорщини (76 %), Франції (78 %), Англії (109 %) ¹⁰⁵³.

Російські цінні папери перед початком Першої світової війни котирувалися на більшості основних світових бірж (в Англії, Франції, Голландії, США, Німеччині, Бельгії, Австро-Угорщині тощо). Основним центром тяжіння для російських цінних паперів була Паризька біржа (що пояснювалося російсько-французьким політичним альянсом і фінансовим зближенням двох країн), а для гірничодобувних і металургійних підприємств на Сході України — Брюссельська біржа. Цінні папери нафтових і золотодобувних компаній тяжіли до Лондонської біржі. Особливо популярними на світових біржах стали російські державні цінні папери, які за поширеністю були на другому місці після італійських рент ¹⁰⁵⁴. Попит на російські державні облігації пояснювався їхньою надійністю — російська валюта вважалася однією із найстабільніших у світі, тому що за розміром золотого запасу (1312 т у 1913 р.) Державний банк Російської імперії займав у світі третє місце після США та Франції. Акції російських промислових і торговельних підприємств на початку XX століття також були поширені на світових біржах — на Петербурзькій біржі в 1913 р. котирува-

начало XX в.): Новые подсчёты и оценки / П. Грегори. — М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2003. — С. 237. Щодо розрахунків ВВП інших авторів див. там само, с. 243. Докладніше див.: Gregory P. Russian National Income, 1885–1913 / Gregory P. — N. Y.: Cambridge University Press, 2004. — Р. 57, 59, 66.

¹⁰⁵³ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. — 2003. — Vol. 69. — Р. 15. — Table 3.

¹⁰⁵⁴ Англійські державні облігації (consols) крім британських бірж котирувалися лише в Парижі, французькі облігації — тільки на території Франції, оскільки ці облігації мали мешу прибутковості, а інвестиційної бази Англії та Франції на початку XX століття цілком вистачало для обігу цих облігацій.

лися акції 295 російських підприємств, на Лондонській — 79, Паризькій — 71, Брюссельській — 66, Берлінській — 35, Амстердамській — 7¹⁰⁵⁵.

Російський ринок цінних паперів на рубежі XIX–XX століття став одним із найбільш ліквідних і привабливих у Європі, а обсяг цінних паперів у власності комерційних банків тільки з 1908 по 1912 р. зріс більше ніж удвічі — зі 119 млн руб. до 292 млн руб.¹⁰⁵⁶

Однак надалі багато із країн — реципієнтів інвестицій (США, Японія та інші) стали самостійними і досить впливовими учасниками світового ринку цінних паперів, перетворившись із одержувачів інвестиційного капіталу на його джерело. Проте перетворити Російську імперію (де розвиток ринку цінних паперів перервався в 1917 році) в один із фінансових центрів світового масштабу (подібний до Голландії або Німеччини, не кажучи вже про Англію та Францію) так і не вдалося, незважаючи на розміри імперії та її природні ресурси (зокрема запаси золота), що значно перевищували розміри та ресурси європейських країн, а також півстоліття швидкого зростання економіки.

Перед початком Першої світової війни, у період найвищого розвитку російського ринку цінних паперів, за капіталізацією ринку акцій він помітно відставав не тільки від основних лідерів (Англії, Франції, Німеччини, США), але й від Австро-Угорщини та навіть Японії, яка зовсім недавно почала свій шлях модернізації та промислового розвитку. Із загальної вартості всіх цінних паперів на світовому ринку (32,6 млрд фунтів), якими володіло близько 20 млн інвесторів, англійським належало 24 %, американським — 21 %, французьким — 18 %, німецьким — 16 %, російським — лише 5 %¹⁰⁵⁷. Причини такого відставання були пов'язані з багатовіковою традицією централізації державного керування економікою. А також з надмірним впливом іноземних капіталів і слабким розвит-

¹⁰⁵⁵ Лизунов П. ст. Русские ценные бумаги на российских и европейских фондовых биржах (конец XIX — начало XX века) / П. ст. Лизунов // Экономическая история. Ежегодник. 2001. — М.: Изд-во МГУ, 2002. — Сноска 36. — <http://www.hist.msu.ru>

¹⁰⁵⁶ Тьері Э. Экономическое преобразование России / Э. Тьері. — М.: РОС-СПЭН, 2008. — С. 181. — Табл. 13.

¹⁰⁵⁷ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2004. — P. 4.

ком процесів демократизації ринку та доступності для дрібних індивідуальних інвесторів.

І все ж таки швидке зростання російського ринку цінних паперів стало помітним успіхом, особливо якщо згадати, що цей ринок активно розвивався лише з 1860-х років — трохи більше ніж п'ятдесят років. Епоху, про яку йдеться, можна назвати «фінансовим ренесансом» — відродженням давніх традицій російського підприємництва, які сформувалися колись у торговельних республіках Новгороді та Пскові. Традиції підприємництва знову ожили наприкінці XIX — початку XX століття, і особливо в часи С. Ю. Вітте (міністра фінансів з 1892 по 1903 р., потім — прем'єр-міністра Російської імперії), діяльність якого стала цілою епохою. Епохою неоднозначною, але, хай там як, — яскравою.

Економічний підйом відбувався завдяки збільшенню обсягів іноземних інвестицій¹⁰⁵⁸. А це забезпечувала послідовна політика Вітте, прихильника залучення іноземних капіталів і одного з основних ініціаторів економічної модернізації¹⁰⁵⁹. Вітте вважав, що потрібно якнайшвидше проводити реформи, тому що вони мають тенденцію гальмуватися і потім взагалі не реалізовуватися. «Вітте — найбільша урядова постать останніх десятиліть... всесильний колись міністр фінансів, вплив якого виходив далеко за межі його відомства... стояв на рубежі старої й нової Росії», і з його іменем була пов'язана «ціла епоха... фінансової та економічної історії». Одним із головних принципів фінансово-економічної політики Вітте була «європеїзація російського економічного життя». Він насаджував «західноєвропейський промисловий капіталізм» і робив це з «наполегливістю й талантом, яких не проявляв жоден з його попередників»¹⁰⁶⁰.

¹⁰⁵⁸ У 1870–1913 рр. у Російську імперію було спрямовано 3,4% усіх британських інвестицій (у США — 20,5%; Індію — 7,8%); 25,1% французьких (значно більше, ніж в інші країни); 7,7% німецьких (у США — 15,7%; Австро-Угорщину — 12,8%) (Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 — наши дни / Пер. с англ. Н. Эдельмана. — М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2013. — С. 25).

¹⁰⁵⁹ Докладніше про Вітте див.: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи. — Москва: «Экономика», 2014. — С. 87–91. — <https://www.books.google.com>

¹⁰⁶⁰ Юровский Л. Н. Финансовая и экономическая политика графа Витте / Л. Н. Юровский // Русские ведомости. — 1915. — 1 марта. — № 49. — С. 4.

*Підйоми й спади кінця XIX — початку XX ст.
на російському ринку цінних паперів*

Наслідки кризи 1873 р. (вона найбільше проявилася в царській імперії в 1875 р.) і тривалого економічного спаду відчувалися протягом усього десятиліття 1880-х років. На початку 1890-х років на Петербурзькій біржі все ще тривало зниження активності. Слова про «божевільну гру» здаються «просто смішними щодо операцій на нашій біржі, тому що нічого подібного в нас насправді не відбувається», і нашу біржу «можна скоріше звинувачувати у сплячці»¹⁰⁶¹. На біржі справді панував застій, спекулятивному буму 1894–1895 рр. передувал млявий стан ринку цінних паперів у 1893 р.

Однак незабаром біржовий настрій почав змінюватися, курси більшості акцій з початку 1894 р. по 1895 р. зросли майже удвічі. Попит мали практично всі акції, незалежно від виду діяльності компаній. Особливо сильний розмах біржова гра мала в 1895 р., коли «всі, хто грав на дивідендних паперах, отримали великі гроші». У Петербурзі почався «розквіт життя», а біржові ділки «засідали у знаменитих ресторанах і вели жваві розмови про біржу й спекуляції». «Публіка, що брала участь у грі, розбещена успіхами... відчула самовпевненість». Ще вчора «людина була боязкою і не вміла відрізнити акції від облігацій», а наступного дня вже «обговорювала біржові справи із виглядом знавця»¹⁰⁶². «Відбулася повна зміна біржового настрою», біржова гра «захопила великі кола суспільства... біржа не могла вмістити всіх, хто бажав взяти участь у біржовій вакханалії, і деякі модні ресторани гостинно відкрили свої двері для біржових гравців, для яких на офіційній біржі не знайшлося місця. Усякий петербуржець легко міг переконатися без будь-яких таблиць у швидкому розвитку біржової гри»¹⁰⁶³.

¹⁰⁶¹ Студентский М. С. Биржа, спекуляция и игра / М. С. Студентский. — СПб., 1892. — С. 151–152.

¹⁰⁶² Судейкин ст. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже. Её причины и последствия (из «Журнала юридического общества», декабрь, 1897) / ст. Т. Судейкин. — СПб.: Тип. Сената, 1897. — С. 20.

¹⁰⁶³ «Досить було пройти повз будинок Петербурзької біржі (навколо якої на початку 1890-х років не помітно було жодного руху, а площа перед нею нагадувала пустелю) і подивитися на нескінченний ряд екіпажів, які тепер стоять

Загальне підвищення на ринку залучило до біржових операцій масу сторонньої публіки, яка діяла за допомогою банкірських контор і банків. Папери купувалися за онкольніми кредитами в основному з метою біржової гри, без урахування їхньої реальної прибутковості та стану підприємств.

Під впливом чуток про можливість розбагатіти, які поширювали біржові гравці, «публіка... з жадібністю кидалася купувати особливо популярні папери». А біржові ділки, які раніше вже скупили їх, продавали ці папери з великою вигодою для себе, після чого, «заробивши великі гроші на одному папері, переходили до іншого і швидко робили його предметом такої самої біржової гри¹⁰⁶⁴».

Пожавлення на ринках цінних паперів відбувалося в середині 1895 р. не тільки в Петербурзі та Москві, але й на біржах у Варшаві, Ризі, Києві, Харкові та Одесі. Біржовий бум привабив «жадібну до грошей строкату, різношерсту публіку, починаючи від швейцарів, трунарів і кінчаючи сановниками»¹⁰⁶⁵, і ця маса нових інвесторів принесла із собою значні кошти, які до того були заморожені у формі заощаджень готівкою.

Причиною для такого розквіту біржової спекуляції стало зниження відсотків за державними облігаціями у результаті конверсії позик і переходу від 5 % до 4–3,5 % паперів. Доходи інвесторів від державних облігацій знизилися, і це підштовхнуло багатьох з них звернутися до дивідендних паперів — акцій. Подібна ситуація вже була на російських біржах у середині 1850-х років, коли зниження відсотка за депозитними вкладками стало поштовхом до першого біржового буму.

Ці обставини разом із доступністю онкольного кредиту сприяли роздуванню спекулятивного пузиря на ринку цінних паперів. Загальна вартість паперів, які торгувалися на Петербурзькій біржі, зросла до 1 147 млн руб., «приблизно 1/3 з них

біля під'їзду біржі в час біржових зборів, щоб переконатися в зміні, яка відбулася (Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. — В 2 т. Т. 1. — СПб., 1907. — С. 349).

¹⁰⁶⁴ Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже. Её причины и последствия (из «Журнала юридического общества», декабрь, 1897) / В. Т. Судейкин. — СПб.: Тип. Сената, 1897. — С. 15.

¹⁰⁶⁵ Старый профессор. Кризис денежного рынка 1899 р. и политика банков // Народное хозяйство. — 1900. — № 3. — С. 5.

була заставлена в банках»¹⁰⁶⁶, і таке зростання маси цінних паперів на ринку збільшувало його нестабільність. Гра на підвищення тривала на біржі до другої половини 1895 р.

Результати надмірного підвищення курсів не змусили себе чекати — штучно створений попит припинився, і наприкінці серпня 1895 р. «настал реакція з усіма її негативними наслідками»¹⁰⁶⁷. Після максимального буму на ринку цінних паперів їхні курси на Петербурзькій біржі (а за нею на інших фондових біржах) почали швидко знижуватися¹⁰⁶⁸. Поштовхом до спаду на ринку цінних паперів стало зменшення курсів російських акцій на Паризькій біржі, після чого на Петербурзькій біржі почалася паніка. Ті, хто зумів вчасно вийти з біржової гри, залишилися з чималим доходом; а ті, хто вчасно не відчув наближення небезпеки, стали жертвами біржового краху.

Втім, криза осені 1895 р. виявилася суто біржовою і тривала недовго. До цього часу на провідних світових біржах підйоми й біржові кризи вже стали звичним явищем, однак у 1895 р. Петербурзька біржа ще значно поступалася за кількістю цінних паперів, що перебували в обігу (не більше 350 найменувань, у той час як на Паризькій — 820, Берлінській — 1400, Лондонській — 2500)¹⁰⁶⁹, тому кожна чергова криза була подією.

Незабаром, у 1896 р., у світовій економіці почалося загальне погравлення. На європейських біржах зріс попит на російські облігації державних позик, і в 1895–1898 рр. ці папери переживали свій розквіт. Котирування російських 3 % позик часом перевищувало котирування німецьких, а 3,5 % заставні листи Дворянського банку реалізовувалися за курсом 98 %

¹⁰⁶⁶ Тимофеев А. Г. История С.-Петербургской биржи. История биржевого законодательства, устройства и деятельности учреждений С.-Петербургской биржи / А. Г. Тимофеев. — СПб.: Тип. «Труд», 1903. — С. 146.

¹⁰⁶⁷ Барк П. Л. Обзор финансовых и биржевых кризисов в России с 1894 по 1914 р. / П. Л. Барк // Бородин Л. И., Коновалова А. ст. Российский фондовый рынок в начале XX в.: факторы курсовой динамики / Л. И. Бородин, А. ст. Коновалова. — СПб.: Алетей, 2010. — С. 248.

¹⁰⁶⁸ Ціна паїв товариства братів Нобель номіналом 5000 руб. зросла з 5200 руб. у 1889 р. до 13600 руб. у першій половині 1895 р., однак потім знизилася до рівня 4800 руб.

¹⁰⁶⁹ Познер М. В. Спекуляция и биржевая реформа / М. В. Познер // Русское экономическое обозрение. — 1898. — Ч. 3. — С. 54.

номіналу, «про що раніше неможливо було навіть мріяти»¹⁰⁷⁰. А у самій Російській імперії швидко зростав інтерес до дивідендних паперів, «до яких російські капіталісти й російська публіка, які одержували колись високий відсоток за державними паперами, донедавна боялися навіть доторкнутися»¹⁰⁷¹.

У серпні 1897 р. була проведена грошова реформа. Усі банкноти, що перебували в обігу, забезпечувалися золотим запасом, розміри якого почали перевищувати кількість¹⁰⁷² випущених паперових грошей. Сам факт запровадження золотого стандарту став помітним поштовхом, який стимулював наступний економічний підйом.

Почалася чергова засновницька гарячка. З 1895 по 1899 р. були видані дозволи на створення нових 864 акціонерних компаній із загальним капіталом 1090 млн руб.¹⁰⁷³ Курси всіх акцій стали зростати, і серед них вперше основну увагу інвестори звернули на папери нафтових компаній — Бакинського нафтового товариства і Каспійського нафтопромислового товариства. Акції Бакинського товариства з номінальною вартістю 100 руб. досягли в грудні 1898 р. ціни 758 руб., акції Каспійського товариства з номінальною вартістю 1000 руб. досягли наприкінці 1897 р. ціни 5850 руб.,¹⁰⁷⁴ що було пов'язане з початком зростання цін на нафту на світовому ринку.

Про масштаби біржового ажіотажу перед кризою 1899–1892 рр. свідчить те, що лише за один 1899 р. було введено в котирування 36 нових найменувань акцій торгово-промислових товариств (цей показник був перевищений тіль-

¹⁰⁷⁰ Мигулин П. П. Реформа денежного обращения в России и промышленный кризис (1893–1902) / П. П. Мигулин. — Х.: Печатное дело, 1902. — С. 236.

¹⁰⁷¹ Слиозберг И. Б. Русские биржевые дивидендные ценные бумаги: необходимые сведения об акциях и паях, котируемых на С.-Петербургской, Московской, Варшавской, Киевской, Рижской и др. фондовых биржах / И. Б. Слиозберг. — СПб.: Типолитография И. Г. Гершуна, 1896. — С. IV.

¹⁰⁷² У 1898 р. покриття золотом готівки становило 129,2%; у 1900 р. — 170,8%; у 1904 р. — 156,1%; у 1910 р. — 120,5%; у 1914 р. — 101,8% (Российские банки. Прошлое и настоящее / С. В. Бажанов, М. Х. Лапидус, Ю. И. Львов, Л. С. Тарасевич. — СПб.: КультИнформ-Пресс, 2004. — С. 52).

¹⁰⁷³ Брандт Б. Ф. Торгово-промышленный кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 2. — СПб.: Тип. В. Ф. Киришбаума, 1904. — С. 26.

¹⁰⁷⁴ Лизунов П. В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.) / П. В. Лизунов. — СПб.: Изд-во «Русско-Балтийский информационный центр «Блиц»», 2004. — С. 282–283.

ки в 1912 р.). Однак «значна кількість зазначених вище акцій були лише номінально введені в котирування». Ця практика номінального введення акцій у котирування була дуже поширеною і до того, і після. «Спекуляція облюбувала собі дуже невелике, вузьке коло паперів. Навіть банківські акції в ті роки були ще спекулятивним папером», при цьому «основний потік капіталів у промисловість проходив повз Петербурзьку біржу безпосередньо від іноземних банків у фінансовані або засновані ними підприємства»¹⁰⁷⁵.

Загальні підсумки промислового розвитку протягом останнього десятиліття «залізного» XIX століття відображають наступні цифри. У 1890 р. обсяг виробництва всіх промислових підприємств досягав 1,5 млрд руб., у 1900 р. — 3 млрд руб. З 14,5 тис. промислових підприємств, які існували у цей час, 40 % виникло в 1890–1900 рр. Значна частина нових підприємств була пов'язана з металургійною промисловістю. Під час підйому 1890-х років у гірничодобувній і металургійній промисловості навколо родовищ вугілля в Донецькому басейні та залізної руди в Придніпровському регіоні виникла група великих підприємств, створених в основному на французькі та бельгійські капітали.

Період бурхливого зростання 1890-х років, пов'язаний із надходженням масових іноземних інвестицій, був нетривалим. Хоча в передкризовий період «наш промисловий розвиток йшов чи не швидше, ніж у Західній Європі»¹⁰⁷⁶, короткотермінові кредити, «гарячі гроші» провокували черговий акціонерний бум. З 1894 по 1899 р. були засновані нові акціонерні компанії з капіталами «більше ніж на мільярд рублів, не рахуючи залізничних, банкових та іноземних компаній»¹⁰⁷⁷.

¹⁰⁷⁵ Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И. Ф. Гиндин. — М.: Госфиниздат, 1948. — С. 85.

¹⁰⁷⁶ З 1889 по 1894 р. капітал заснованих акціонерних підприємств (крім залізничних) досяг 1150 млн руб. (Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. — 1902. — Кн. 3. — С. 20–21). З 1896 по 1898 р. у нові акціонерні компанії (переважно гірничодобувні, цукрові тощо) було вкладено в 1896 р. — 126 млн руб., у 1897 р. — 114 млн руб., у 1898 р. — 148 млн руб.; за три роки — 388 млн руб., «більше чверті всього... акціонерного капіталу» у Російській імперії. Якщо додати до цієї суми капітали не акціонерних приватних підприємств, то вона перевищить 500 млн руб. тільки лише за три роки (К денежному вопросу. Ч. 1 // Киевлянин. — 1899. — № 309. — С. 1. — Кол. 4–5).

¹⁰⁷⁷ На 1 січня 1895 року сума іпотечних паперів, що перебувають в обігу,

Здавалося, що зупинити засновницький бум уже не було можливості — «поїзд летів з гори вниз все швидше й швидше»¹⁰⁷⁸.

На фінансовому ринку першою ознакою наближення кризи стало зниження прибутковості капіталу в торгівлі. На початку 1899 р. ринок цінних паперів і біржі були досить активними, а з лютого курси стали падати. Почалася загальна економічна криза. Ця криза ніде «не вибухнула з такою силою, як у Росії з її величезним закордонним боргом, неприродним (за рахунок іноземних капіталів) розвитком промисловості та низькими результатами врожаїв останніх трьох років (1897–1899)»¹⁰⁷⁹.

Біржовий крах настав 23 вересня 1899 р., коли відбулося швидке падіння курсів усіх цінних паперів. На момент початку кризи загальна вартість паїв і акцій промислових підприємств досягла 2098 млн руб., частина з них котирувалася на біржі, маючи до кризи сумарну вартість 1014 млн руб. Під час кризи курсова вартість цих паперів знизилася до 611 млн руб., і лише на них збитки становили 403 млн руб. Великими були також збитки інших власників дивідендних цінних паперів¹⁰⁸⁰.

«Вигляд біржі загрозливий, — такими яскравими словами передає нам настрій столичної біржі її петербурзький оглядач» у жовтні 1900 р. «Із цінностями спекулятивної біржі, — продовжує він, — дуже слабо, загальний настрій ринку спрямований тільки на продаж, при майже повністю відсутньому попиту». Сильне падіння цін на папери досягло «рідкісного характеру», хоча ніхто не сумнівався в стабільності кредит-

становила 1535 млн руб., а до 1 січня 1899 р. вже 2120 млн руб. Випуск міських облігацій з 1876 по 1894 р. становив 58 млн руб., а за останній рік зріс на 47,5 млн руб.; випуск промислових облігацій — з 85,5 млн руб. за час 1871–1894 рр. збільшився тепер ще на 129 млн руб.» (Мигулін П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 г. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. — 1902. — Кн. 3. — С. 20–21).

¹⁰⁷⁸ «Чим ширше розгорталося засновництво, тим чутливішими ставали непередбачені утруднення» зі здійснення нових проєктів «і з експлуатації деяких старих підприємств. Внаслідок посиленого попиту дуже швидко піднялася ціна на будівельні матеріали», подорожчали «паливо й залізна руда». З однієї тільки цієї причини «початкові розрахунки виправдалися, й потрібні були додаткові капітали, а надіям на високу прибутковість довелося трохи згаснути» (К денежному вопросу. Ч. 2 // Киевлянин. — 1899. — № 311. — С. 1. — Кол. 5–6).

¹⁰⁷⁹ Мигулін П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. — 1902. — Кн. 3. — С. 7.

¹⁰⁸⁰ Хрулёв С. С. Финансы России в связи с экономическим положением её населения / С. С. Хрулёв. — СПб.: Тип. Акц. о-ва Брокгауз-Ефрон, 1909. — С. 150.

них товариств і земельних банків¹⁰⁸¹. «Папери продовжують падати. Падають дивідендні папери, акції промислових підприємств... падають навіть акції комерційних банків»¹⁰⁸².

Щоб урятувати від краху великі металургійні підприємства, Державний банк надав їм значну фінансову допомогу — з 1900 по 1902 р. кредити цим підприємствам зросли вдвічі й досягли 280 млн руб., а деякі неплатоспроможні підприємства Державний банк взагалі викупував, і вони переходили в його власність. Однак така підтримка Міністерством фінансів і Державним банком біржі, а також нежиттєздатних промислових підприємств лише загальмувала природний розвиток кризи. І хоча проблемним підприємствам було видано кредитів на 170 млн руб., врятувати їх однаково вже не вдалося.

Основні причини кризи були «не в скороченні коштів на придбання паперів, і не в сфері споживання, а в промисловому виробництві та торгово-промисловому кредиті»¹⁰⁸³. «Швидке зростання акціонерних товариств, що охопило різні галузі промисловості, і посилене залізничне будівництво... призвели наприкінці 1898 року до надзвичайного переповнення ринку паперами», водночас як загальне «становище світового ринку... сприяло створенню особливо тривожного настрою»¹⁰⁸⁴. «Головна причина утруднень нашого грошово-

¹⁰⁸¹ «Усі впевнені у тому, що з настанням термінів сплати відсотки за купонами будуть негайно сплачуватися, але тим часом 4,5% заставні листи й облігації падають і падають». Вони знизилися «до 91–92 [процентів від номіналу], а деякі провінційні навіть нижче 90%. А тим часом у справах земельних банків не було за минулий рік ніякого погіршення — їхні операції щорічно зростали, прибутковість як і раніше на високому рівні» (Всё тот же денежный кризис // Киевское слово. — 1900. — № 4580. — 7 окт. — С. 1).

¹⁰⁸² Всё тот же денежный кризис // Киевское слово. — 1900. — № 4580. — 7 окт. — С. 1.

¹⁰⁸³ К денежному вопросу. Ч. 1 // Киевлянин. — 1899. — № 309. — С. 1. — Кол. 4–5.

¹⁰⁸⁴ Барк П. Л. Обзор финансовых и биржевых кризисов в России с 1894 по 1914 р. / П. Л. Барк // Бородин Л. И., Коновалова А. В. Российский фондовый рынок в начале XX в.: факторы курсовой динамики / Л. И. Бородин, А. В. Коновалова. — СПб.: Алетейя, 2010. — С. 249. «Коли заводи й дороги побудовані», виявляється, «що на ринку немає збуту для всіх тих товарів, які можуть бути ними вироблені», і ентузіазм одразу згасає. «Момент цей віддалявся для російської промисловості тим, що головний споживач... — залізниці — будувалися не з комерційних міркувань, а за розрахунками фінансового відомства, яке брало на себе грошову відповідальність за фінансові результати. Якби не ці обставини, ліквідація промислового пожвавлення настала б набагато раніше» (В. В. [Воронцов В. П.]. Судьба капиталистической России. Экономические очерки России / [В. П. Воронцов]. — СПб.: Тип. М. М. Стасюлевича, 1907. — С. 118).

го ринку у подорожчанні капіталів на світовому ринку. Інші причини — захоплення біржовою грою, неправильні операції деяких кредитних установ» або виникнення «помилкове задуманих» підприємств — були «менш важливими»¹⁰⁸⁵.

До середини 1902 р. криза пішла на спад і біржі почали стабілізуватися. Курси цінних паперів швидко підвищувалися, але це підвищення було короточасним. Нова хвиля економічного спаду виникла після початку російсько-японської війни 1904–1905 рр. і революційних подій 1905–1907 рр. До 1907 р. на ринку цінних паперів відзначалося загальне зниження активності. «Наші фонди... досягли до вересня 1907 р. максимального падіння, коли державна рента котирувалася на внутрішньому й зовнішньому ринку на рівні 67 %». Але незабаром курс державних паперів став підніматися «порівняно швидко до 95 %»¹⁰⁸⁶.

Починався новий період економічного підйому, який зазвичай пов'язують із економічною програмою прем'єр-міністра П. О. Столипіна. У ці роки в Росії поширювався західноєвропейський капіталізм із його прагненням до інновацій і нових ринків. Почалася реальна модернізація, незважаючи на те, що царська імперія була далека від демократії західноєвропейського типу. Однак російські спроби модернізації ще з часів Петра I досягали тільки певного рівня, після чого неминуче заходили у глухий кут. Це відбувалося в основному через авторитарний стиль державного керування, який неохоче дозволяв інновації. Конфлікт реформаторів із консервативною державною владою був неминучим. Але, хай там як, епоха Вітте й Столипіна увійшла в історію як час найбільшого розквіту, досягнутого перед Першою світовою війною.

У період нового підйому темпи акціонерного засновництва досягли свого максимуму. На початку 1914 р. у Російській імперії було зареєстровано 1997 акціонерних компаній з капіталом 3376,8 млн руб.¹⁰⁸⁷ Акції 383 компаній (близько

¹⁰⁸⁵ Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. — 1902. — Кн. 3. — С. 41.

¹⁰⁸⁶ О мировой денежной конъюнктуре // Биржа. — 1913. — № 28. — 14 июля. — С. 5.

¹⁰⁸⁷ Статистический ежегодник России. 1915 год. — СПб.: Изд-во Центрального статистического комитета МВД, 1916. — Раздел XII. Финансы и кредит. — С. 64–65; Шепелев Л. Е. Акционерные компании и торговые дома / Л. Е. Шепелев // Россия. 1913 год. Статистико-документальный справочник. — СПб., 1995. — <http://www.lost-empire.ru>

21%) котирувалися на біржі, а до котирування допускалися акції тільки великих акціонерних компаній, що мали статутний капітал не менш 500 тис. руб.¹⁰⁸⁸ У компаніях початку ХХ ст. переважала висока концентрація акціонерного капіталу, і власники великих пакетів акцій повністю контролювали підприємство¹⁰⁸⁹. «Нинішня біржова діяльність характеризується в такий спосіб: патронаж, демонстративні покупки... сильно завищені оцінки ігрових паперів», а також постійні пошуки нового «дешевого біржового матеріалу»¹⁰⁹⁰. Зріс і обсяг капіталів, вкладених на онкольні рахунки (переважно для спекулятивних операцій із цінними паперами).

Значно збільшився приплив іноземних інвестицій — «у 1912 р. зближення наших торгово-промислових кіл із закордонними вплинуло на приплив іноземних капіталів». «Характерним показником промислового пожвавлення є величезний розвиток акціонерних підприємств», і якщо в 1903 р. було засновано 83 нових акціонерних товариства, у 1908 р. — 119, то в 1912 р. — 262. Збільшилася кількість відділень комерційних банків (з 329 на початку 1908 р. до

¹⁰⁸⁸ Надалі, у роки Першої світової війни, темпи акціонерного засновництва трохи знизилися — якщо з 1908 по 1913 р. було засновано 937 компаній з капіталом 2587,4 млн руб., то з 1914 до 1916 р. — 570 з капіталом 1103,3 млн руб. (Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. — СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. — С. 105, таблица 7). У 1912 р. за розміром статутного капіталу кількісно переважали невеликі компанії, 500–1000 руб. (428 товариств), на другому місці 250–500 руб. (352), на третьому 1000–2000 руб. (296). Кількість компаній з більшими капіталами була невеликою, лише 22 з капіталом 5–10 тис. руб., 2 — з капіталом 10–20 тис. руб. і 2–20–30 тис. руб. За номіналами акцій найпоширенішими були цінні папери вартістю 100–250 руб. (526 компаній), 500–1000 руб. (384 компанії), 250–500 (236 компаній), до 100 руб. (210 компаній) (Статистический ежегодник на 1913 р. — [Ред. ст. А. Шарый]. — СПб.: Совет съездов представителей промышленности и торговли, 1913. — С. 280).

¹⁰⁸⁹ З 1909 по 1913 р. було випущено нових цінних паперів: іпотечних на 2475,4 млн руб., торгово-промислових на 1378,4 млн руб., залізничних на 847,2 млн руб., банківських на 456,2 млн руб., міських — 226,4 млн руб., державних — 175,0 млн руб. Максимальний обсяг емісії цінних паперів був у 1912–1913 рр., а загальний обсяг випущених у 1909–1913 рр. паперів (2709 млн руб.) більш ніж утричі перевищував обсяг емісії в 1901–1908 рр. (868,6 млн руб.) (Торгово-промышленная газета. — 1914. — 6 июня).

¹⁰⁹⁰ «Справжні улюбленці спекуляції, усякого роду фаворити» спираються на «різні, не завжди перевірені повідомлення», але найбільше на «на купівельний психоз публіки» (Положение дел на фондовом рынке // Торговое дело. — 1911. — № 12. — С. 360).

597 до кінця 1912 р.) і товариств взаємного кредиту (з 304 до 904). «Особливий підйом за останнє триріччя пережили деякі галузі... наприклад, металургійна промисловість, пожвавлення якої знаменує собою настання загальної сприятливої економічної кон'юнктури»¹⁰⁹¹.

Максимуму підйом на ринку цінних паперів досяг у 1912 році. «Російські фондові біржі протягом перших семи місяців 1912 року відрізнялися пожвавленням. Хвиля захоплення дивідендними цінностями охопила... публіку, яка охоче надавала свої кошти не тільки для розміщення капіталу, але й з метою спекуляції». Підйом торкнувся всіх акцій, але особливий інтерес був до металургійних і нафтових. «Деякі із цих паперів стали фаворитами паризьких біржовиків». Підвищення курсів цінних паперів тривало до кінця літа, «і спекулянти, враховуючи далекі перспективи, роздули ціни так, що вони вже взагалі не відповідали прибутковості підприємств»¹⁰⁹².

Наприкінці 1913 р. на Петербурзькій біржі котирувалося близько 700 найменувань цінних паперів (загалом по всій імперії не на багато більше, близько 800). За даними біржової преси загальна сума процентних паперів (негарантованих облігацій) досягла 9,4 млрд руб., а сукупна вартість усіх російських цінних паперів становила в цей час 13–15 млрд руб. (37,8 млрд франків). Росія посідала п'яте місце після Англії (150 млрд франків), США (140), Франції (115), Німеччини (110), випереджаючи Австро-Угорщину (26 млрд франків), Італію (18), Японію (16)¹⁰⁹³.

На початку XX ст. російські цінні папери займали найбільше місце на світових біржах — Паризькій, Брюссельській, Берлінській та Лондонській¹⁰⁹⁴. Насамперед це були облігації державних позик і гарантовані державою залізничні облігації — надійні процентні папери з досить високою навіть і після конверсії позик прибутковістю (у середньому 4%). На початку 1914 р. інтерес інвесторів до цих паперів ще більше зріс через загальне передчуття не стільки початку війни (для багатьох

¹⁰⁹¹ Хроника. Рост акционерного дела в России // Биржа. — 1913. — № 2. — 13 янв. — С. 7.

¹⁰⁹² Биржа // Банковое дело. — 1913. — № 1. — С. 10–11.

¹⁰⁹³ Русские биржевые ценности. 1914–1915 / Под ред. М.И. Боголепова с участием В. А. Мукоосева, В. С. Зива. — Пр. [без изд.], 1915. — С. 13.

¹⁰⁹⁴ На Нью-Йоркській біржі їх практично не було, хоча були спроби розміщення в США позик, і ще Вітте вів про це переговори з Морганом.

вона стала повною несподіванкою), скільки «економічної кризи, що насувається в Західній Європі», ознаки якої «останнім часом проявляються більш чіткіше та яскравіше. У передбаченні промислової депресії європейський капітал прагне очистити свої позиції в промислових підприємствах і шукає розміщення у цінностях з фіксованим доходом». А російські облігації державних позик «здавна мають першокласну репутацію, і Росія як позичальник не знає в Європі суперниць щодо точного та акуратного виконання взятих на себе зобов'язань»¹⁰⁹⁵.

«У підйомі 1909–1913 років... проглядаються принципово нові риси. Суттєво падає роль держави в... стимулюванні індустріалізації, швидко ростуть вклади в ощадні каси, збільшується обсяг приватних капіталів, які мобілізуються акціонерними товариствами». Це був, «напевно, перший в історії Росії економічний підйом, який не стільки стимулювався державною волею, скільки йшов з глибин самого суспільства», а суспільство вперше «показало себе як здоровий організм»¹⁰⁹⁶. Але цей сприятливий період тривав недовго й був перерваний початком Першої світової війни.

¹⁰⁹⁵ Не дивно, що на самому початку січня 1914 року «підписка на російську залізничну позику в Парижі... пройшла з великим успіхом». Підписка була першою частиною великої залізничної позики «на 2,5 млрд франків, на випуск якої міністр фінансів В. Н. Коковцов і секретар кредитної канцелярії Л. Ф. Давидов отримали принципову згоду від французького уряду та французьких банків». Із французької сторони в реалізації цієї 4,5 % позики на 81 рік брали участь великі банки Credit National, Association des Banquiers de Province, Banque du Nord, Credit Algerien; з російської сторони — десять найбільших петербурзьких і московських банків (О железнодорожном займе // Финансовое обозрение. — 1914. — № 2. — С. 23).

¹⁰⁹⁶ Гайдар Е. Власть и собственность. Смуты и институты. Государство и эволюция / Е. Гайдар. — СПб.: Норма, 2009. — С. 235.

Частина п'ята.

ПРИСМЕРК ЄВРОПИ:
ВІД ГЛОБАЛЬНИХ
ДИСБАЛАНСІВ
ДО ВЕЛИКОЇ ДЕПРЕСІЇ

Між двома світовими війнами

Епоха розпаду

Час між двома світовими війнами, «золоті 1920-ті» та Велика депресія 1930-х років, став завершенням історії космополітичного світу «ліберального оптимізму» епохи Рах Britannica. Покоління, яке застало дві епохи — до й після Першої світової війни, — добре відчувало цей контраст. Залишилися в минулому «світ без кордонів» часу розквіту Британської імперії та глобалізація з її вірою в так званий прогрес, який нібито несе всім народам більше свободи та підвищення якості життя¹⁰⁹⁷.

Уся «стара Європа... з її багатством, вільною торгівлею, достатком товарів, високим рівнем життя та почуттям особистої безпеки», все це «суспільство мистецтва й цивілізації»¹⁰⁹⁸ залишилося в ностальгічних спогадах. Недарма в цей час «культури, яка... перебуває в процесі завершення»¹⁰⁹⁹, модною стала книга «Присмерк Європи» Освальда Шпенглера, а нові фізичні ідеї ентропії та розпаду атома перетворю-

¹⁰⁹⁷ Gooch J.P. The Lessons of 1914–1918 / J.P. Gooch // Current History. — 1934, August. — P. 513–514, 516, 520.

¹⁰⁹⁸ Croce B. On Liberty / B. Croce // Foreign Affairs. — 1932, October. — P. 1–2.

¹⁰⁹⁹ Шпенглер О. Закат Европы. Очерки морфологии мировой истории. Гештальт и действительность / О. Шпенглер. — М.: Мысль, 1998. — С. 128, 628.

валися на культурні символи «епохи, що розкладається... на очах»¹¹⁰⁰.

Мало хто міг повірити, що весь цей «світ без кордонів» може зникнути. У 1909 р. британський журналіст Норман Енджел у книзі «Europe's Optical Illusion» переконував читачів, що війна економічно нікому не вигідна, тому ймовірність її виникнення мінімальна. А якщо війна в Європі навіть і почнеться, вона буде нетривалою та швидко закінчиться мирною угодою¹¹⁰¹. Книга Енджела стала настільки популярною, що до 1913 р. її переклали багатьма мовами і продали декілька мільйонів її примірників. Справді, нікому не хотілося вірити в можливість початку світової війни. Але оптимістичні прогнози не виправдалися.

Перед війною, коли Лондон був визнаним центром світової фінансової системи, британські іноземні інвестиції досягали 20 млрд доларів. Англію вважали лідером в експорті капіталів, і вона контролювала 70% міжнародних торговельних кредитів. Франція перед початком війни інвестувала в інші країни 9 млрд доларів (із них 5 млрд у Російській імперії).

Взаємозв'язок світових фінансових ринків перед початком війни був настільки великим, а ймовірність виникнення великого військового конфлікту здавалася всім настільки малою, що інвестори вірили в безпеку світу та надійність першої глобальної економіки, яку створило покоління кінця XIX — початку XX ст. Але коли Перша світова війна зруйнувала багато торговельних зв'язків Європи та її контакти з іншими

¹¹⁰⁰ Иванов Г. Распад атома / Г. Иванов. — Париж: Дом книги, 1938. Сучасники зустріли пронизану настроєм розпаду життя книгу Георгія Іванова (відомого в ті роки емігрантського поета) зі зрозумілою відразою, і вона була надовго забута на відміну від іншої культової книги того часу — «Подорож на край ночі» Луї Селіна.

¹¹⁰¹ Angell N. Europe's Optical Illusion / N. Angell. — London: Simpkin, Marshall, Hamilton, Kent, 1910–126 p. (reprint: — London: Nabu Press, 2010). «У провідних країнах Старого Світу 90-ті роки XIX століття були ознаменовані сплеском інтересу військових теоретиків, економістів і політиків до наближення загальноєвропейської війни. Здавалося, рано чи пізно вона мала спалахнути внаслідок загострення економічного й політичного суперництва між найбільшими державами Європи... На декілька десятиліть, до серпня 1914 року, прогнози, розрахунки й міркування, пов'язані з майбутньою "великою" війною, стали одним з основних напрямків у розвитку військової, економічної та суспільно-політичної думки Німеччини, Великої Британії, Франції, Австро-Угорщини» (Блиох І. С. Будущая война в техническом, экономическом и политическом отношениях / И. С. Блиох. — СПб., 1898. — Т. 4. — С. 6).

частинами світу¹¹⁰², ця економічна система швидко розпалася. Для відновлення чогось подібного за своїми масштабами лише в 1990-ті роки потрібно було багато десятиліть.

Початок війни та криза 1914 р.

Перед війною «світ сподівався на тривалий період... процвітання. Майбутнє уявлялося у світлих тонах, і ніхто не міг навіть припустити, що ми входимо в період боротьби, головним мотивом якої буде прагнення однієї світової держави до панування й домінуючому впливу»¹¹⁰³. Після вбивства в столиці Боснії Сараєво австрійського ерцгерцога Франца Фердинанда 28 червня 1914 р. Австрія оголосила війну Сербії. Росія заявила про підтримку балканських народів, і почав поширюватися конфлікт, який давно назрівав. Багато сучасників вважали, що військові дії будуть тривати недовго, і мало хто міг уявити реальні масштаби й наслідки тієї війни, яка стала Першою світовою.

На міжнародних фінансових ринках майже місяць після вбивства в Сараєві було спокійно. Адже всі поки що вважали, що конфлікт локальний і він не стосується глобальних потоків капіталу. Але коли ближче до кінця липня 1914 р. інвестори почали розуміти, що ймовірність великої війни зростає, ліквідність цінних паперів стала знижуватися. Досвідчені інвестори почали позбуватися цінних паперів, перетворюючи їх на готівку, тому курси акцій і облігацій падали. У першу чергу всі намагалися продати цінні папери Російської імперії — потенційного учасника війни, а також папери США — віддаленої країни, яка ще не стала світовим лідером. Відповідно, почали падати курси рубля й долара, а зростати — звичних і надійних франка та британського фунта.

Коли 28 липня 1914 р. почалася Перша світова війна (яка тривала до 11 листопада 1918 р.), політична криза спричини-

¹¹⁰² Ці зв'язки були зруйновані не тільки завдяки військовим діям, але і внаслідок зростання тенденції до ізоляції країн Європи, які все більше відгороджувалися одна від одної торговельними бар'єрами. Внаслідок цього європейська міжнародна торгівля, яка в 1913 р. становила 40 % світової, помітно скоротилася до 28 % у 1938 р.

¹¹⁰³ Черчилль У. История англоязычных народов. В 4 т. Т. 4 / У. Черчилль. — Екатеринбург: Гонзо, 2012. — С. 413.

ла кризи фінансову. Наприкінці липня на світових фінансових ринках уже була повномасштабна паніка. А 27 липня почали закриватися фондові біржі в Берліні, Відні, Будапешті, Брюсселі, Петербурзі, Парижі. Початок Першої світової війни став для світової фінансової системи найглибшим стресом, набагато більшим, аніж будь-які фінансові кризи.

Скорочення активності на товарних ринках і ринках цінних паперів, закриття бірж, інфляція, скасування конвертації валют і насамперед припинення руху міжнародних потоків капіталу — усе це радикально змінило стан світового фінансового ринку. Хоча сама по собі війна не була фінансовою кризою, однак вона призвела до майже повного колапсу фінансової системи. Ця система продовжувала функціонувати в країнах, які брали участь у війні, тільки тому, що вона не могла взагалі не функціонувати. Пов'язані з початком війни події стали набагато серйознішими, ніж більшість криз. Ніколи до того (як і ніколи після того, принаймні до вересня 2008 р.) світова фінансова система не була настільки близькою до колапсу, потребуючи термінового втручання з боку держави для її стабілізації.

Причини подій 1914 р. на фінансових ринках були іншими, ніж причини криз. Адже паніка виникала не внаслідок попереднього буму і спекулятивного зростання курсів паперів, а після початку масштабної світової війни. Тому і наслідки паніки 1914 р. виявилися серйознішими, ніж наслідки будь-якої кризи: спричинена військовими боргами економічна нестабільність 1920-х років, розпад системи золотого стандарту та, зрештою, Велика депресія 1930-х років¹¹⁰⁴.

«Війна була як грім серед ясного неба, і ніхто не був до цього готовий», — казав Гаспар Фаррер, партнер банкірсько-

¹¹⁰⁴ Не можна сказати, що війна була повною несподіванкою для фінансових еліт — адже про її можливість багато говорили й писали в 1910-ті роки. У фінансових колах добре розуміли, що активність ринків цінних паперів, як і світових потоків інвестиційного капіталу, посилюється саме в роки миру, а не тоді, коли нависає загроза війни. Багато хто вважав, що війни вдасться уникнути. Коли Австрія вже спрямувала ультиматум Сербії, Ротшильди заявляли, що нічого страшного не відбувається, війни не буде. Але через шість днів, 28 липня, Австро-Угорщина оголосила війну Сербії, а ще через тиждень уся Європа була охоплена війною. Навіть після вбивства в Сараєві австрійського ерцгерцога Франца Фердинанда, Ротшильдам був потрібен майже місяць, щоб усвідомити реальність погрози наближення війни, оскільки вони були зайняті підготовкою до розміщення в Лондоні великої бразильської зовнішньої позики.

го дому братів Берингів¹¹⁰⁵. Внутрішня непідготовленість до можливості війни пояснює паніку, яка виникла у фінансових колах, коли війна все ж таки почалася. До кінця липня ця паніка охопила всі фінансові центри. Скрізь події розвивалися за однією схемою: в інвесторів виникало занепокоєння щодо ліквідності своїх цінних паперів, потім вони починали їх масово продавати, і зрештою наступав колапс бірж та їхнє закриття. Відбувалося масове вилучення вкладів у банках, а ті вимагали повернення виданих кредитів. Зростав відтік золота з національних фінансових ринків, підвищувалися процентні ставки і зростав ризик неплатежів. Потім почалися банкрутства, які могли спричинити повний колапс системи кредитно-фінансових послуг.

Найбільше криза 1914 р. торкнулася Лондону — фінансової столиці світу. Адже в 1914 р. Лондонська біржа була найбільшим у світі ринком цінних паперів. Номінальна вартість паперів, що котирувалися там, досягала 11,3 млрд фунтів — більше, ніж на Паризькій і Нью-Йоркській біржах разом узятих¹¹⁰⁶. З погляду сьогодення криза 1914 р. виявилася для лондонського Сіті найсерйознішою з усіх, які колись переживав Лондон з 1866 р. до 2007–2008 рр. Адже ця криза загрожувала повністю зруйнувати весь фінансовий ринок разом. Це не була класична криза з роздуванням кредитного пузиря, спекулятивною ейфорією тощо, і спричинена вона була не циклічними коливаннями фінансового ринку, а суто політичними причинами — початком великої війни в Європі.

Перша, найдраматичніша стадія кризи тривала з 24 липня по 31 серпня. Вона відзначалася колапсом трьох ключових лондонських фінансових ринків — валютного, вексельного та ринку цінних паперів. Друга стадія кризи, з 1 по 6 серпня, була пов'язана зі спробами стабілізувати ситуацію та підвищити ліквідність банків, для чого підвищили процентну ставку. Банки, що не працювали п'ять із половиною днів (для лондонського Сіті випадок безпрецедентний), стали відкриватися з 7 серпня. Третя стадія — період відновлення — почалася 8 серпня й тривала п'ять місяців.

¹¹⁰⁵ Kynaston D. The City of London. 2 vols. Vol. 2. Golden Years. 1890–1914 / D. Kynaston. — London: Chatto and Windus, 1995. — P. 610.

¹¹⁰⁶ Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 98.

Криза на Лондонській біржі була позначена панічними продажами цінних паперів. Усі хотіли мати готівку, тому всі продавали акції, а ціни на них стрімко падали. На лондонському ринку в цей час переважали облігації — не тільки державні, а й корпоративні (в основному залізничні). З 1891 по 1910 р. 68 % усіх випущених паперів були борговими. Цю тенденцію посилив чотирирічний бум південноафриканських паперів гірничодобувних підприємств, які розміщували в 1895–1898 рр. у Лондоні.

Симпатії інвесторів до боргових паперів були зрозумілі: на їхню прибутковість менше впливали зміни настрою ринку, ніж на прибутковість дивідендних паперів. Лідирували серед боргових паперів британські державні облігації — «консолі», які називали тоді «основним цінним папером світу»¹¹⁰⁷. Однак разом із загальним падінням курсів навіть ціна консолей з 20 по 30 липня 1914 р. знизилася з 75,8 до 69,0 фунта. Темпи падіння становили майже по одному фунту за день, чого ніколи раніше не було; до того ж після 1821 р. курс консолей жодного разу не опускався нижче 70 фунтів¹¹⁰⁸.

Загальний індекс ринку цінних паперів, визначений журналом *Bankers' Magazine* на основі динаміки курсів 387 основних паперів з 20 по 30 липня, знизився на 5,6 %, що з початку видання журналу в 1907 р. стало рекордним за темпами падінням¹¹⁰⁹. Як і слід було очікувати, найбільшим було падіння переоцінених спекулятивних паперів (переважно паперів деяких гірничодобувних компаній — *Rio Tinto Copper* та інших)¹¹¹⁰.

¹¹⁰⁷ Shut the Stock Exchange // *Financial News*. — 1914. — 29 July.

¹¹⁰⁸ Так само швидко знижувалися за ці дні курси інших паперів, особливо акцій залізниць: *Great Eastern* — із 48,0 до 42,0 фунта; *London & South Western* — зі 113,0 до 105,0; *Great Western* — зі 115,0 до 108,0; *Great Northern* — з 85,5 до 82,0; *London & North Western* (привілейовані) — зі 128,5 до 121,0. Ще швидше знижувалися курси іноземних паперів: *Brazilian Traction* — з 76,8 до 57,0; *Rio Tinto Copper* — з 67,8 до 52,0; *Canadian Pacific* — зі 192,0 до 164,0 фунта (Roberts R. *Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914* / R. Roberts. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — Р. 13. — Table 1).

¹¹⁰⁹ Stock Exchange Values // *Financial Times*. — 1914. — 27 August.

¹¹¹⁰ Але й державні облігації, британські та іноземні, знизилися загалом на 6,4 %. Британські залізничні акції впали в ціні на 5,1 %, іноземні — на 5,9 %. Американські залізничні акції — ще більше, на 8 %, що відображало зменшення їхньої загальної міжнародної ліквідності за умов загрози початку війни. Залізничні облігації виявилися більш стійкими, ніж акції: британські знизилися на 2,8 %, а далекі від прямого впливу подій у Європі американські та індій-

Таке швидке зниження курсів на Лондонській біржі мало важливі наслідки для всього світового ринку цінних паперів: адже лондонський ринок був у 1914 р. сильно глобалізованим, а іноземних паперів (за сумою їхньої номінальної вартості) було там більш ніж половина. Зниження курсів торкнулося багатьох «міжбіржових» паперів і «міжнародних спекулятивних акцій» (як їх називав оглядач журналу *The Economist*) і тому могло зашкодити інтересам багатьох інвесторів¹¹¹¹.

Криза 1914 р. торкнулася всіх учасників біржі, особливо брокерів і джоберів. Падіння курсів спричинило численні банкрутства біржових брокерів, які брали кредити під заставу акцій. Брокери виконували замовлення з купівлі-продажу цінних паперів клієнтів, які не були членами біржі, а джобери спеціалізувалися на певних типах паперів, приймаючи замовлення брокерів на купівлю або продаж. До початку кризи і брокери, і джобери мали в себе значні суми — аванси на придбання паперів¹¹¹². Крім того, у брокерів були великі капітали іноземних клієнтів, передані для придбання на Лондонській біржі замовлених ними цінних паперів. З початком війни ці замовлення вже не можна було виконати. Крім цього, члени Лондонської біржі були винні 60 млн фунтів банкам і 20 млн фунтів іншим фінансовим організаціям. Банки у свою чергу видали великі кредити під заставу акцій — сума досягала 250 млн фунтів. Спроби деяких банків позбутися великих пакетів таких акцій створили для них ризик банкрутства, породжуючи ланцюгову реакцію дестабілізації.

Вихід був один — закрити Лондонську біржу, що зробили 31 липня 1914 р. (відкрилася біржа тільки 4 січня 1915 р.).

ські залізничні облігації — лише на 0,8 і 0,5 % (Roberts R. *Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914* / R. Roberts. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 12–13).

¹¹¹¹ Financial Situation at Home and Abroad // *The Economist*. — 1914. — 1 August.

¹¹¹² Наприкінці липня 1914 р. для обслуговування замовлень на придбання паперів було взято короткотермінових кредитів на 81 млн фунтів (переважно в найбільших лондонських банках і представництвах відомих іноземних банків). Початок кризи і закриття біржі створили загрозу для цих кредитів, тому що вони були забезпечені заставою цінних паперів із ринковою вартістю на 10–20 % вищою обсягу кредиту (така практика була на той час звичайною). З початком швидкого зниження курсів акцій їхня реальна вартість виявилася нижчою, ніж обсяг кредитів, за які ці акції були куплені (*The Loan Positions of the Stock Exchange* // *The Economist*. — 1914. — 19 October).

«Біржа закрита до наступних розпоряджень»¹¹¹³, — повідомляла преса у п'ятницю, 31 липня 1914 року. Про закриття Лондонської біржі було оголошено о 10:15 ранку, коли в залі перебувало тільки 40 осіб з 5 тисяч членів біржі (активні торги зазвичай починалися з 11-ї години). За словами *Daily Mirror*, «усе пройшло спокійно без найменших ознак паніки»¹¹¹⁴. Залу зачинили, а біля кожного входу на біржу поставили по два поліцейських.

Але незабаром біля будинку біржі стала збиратися юрба брокерів, «які нагадували потривожених мурашок»¹¹¹⁵. Через декілька годин юрба настільки збільшилася, що вулицею вже не можна було пройти. Вираз обличчя в усіх був як на похороні¹¹¹⁶. «На цій вулиці ще не було такого драматичного дня, тому що ніколи біржа не закривалася окрім як на звичайні вихідні»¹¹¹⁷.

Після закриття біржі у Лондоні облігаціями стали торгувати на вулиці, і до кінця 1914 р. вони сильно впали в ціні: австрійські — на 23%, французькі — на 13,2%, британські — на 9,3%, російські — на 8,8%. Британські інвестори, що вклали на початку війни свої капітали в облігації — консолі або облігації військових позик, — до 1920 р. втратили 46%¹¹¹⁸. Особливо постраждали інвестори, що вкладали гроші в папери імперій, які розпалися, — Російської, Австро-Угорської, Османської¹¹¹⁹.

¹¹¹³ Animated Scenes at the Stock Exchanges // *The Globe*. — 1914. — 31 July.

¹¹¹⁴ No Panic // *Daily Mirror*. — 1914. — 1 August.

¹¹¹⁵ The Scenes in the City // *Manchester Guardian*. — 1914. — 1 August.

¹¹¹⁶ Scenes in "The Street" // *Evening News*. — 1914. — 31 July.

¹¹¹⁷ City Gossip // *Daily Graphic*. — 1914. — 1 August.

¹¹¹⁸ Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. — М.: Астрель, 2010. — С. 323.

¹¹¹⁹ Почалися проблеми також і на вексельному ринку, де під загрозою опинилися великі капітали. Тому ліквідність цього ринку була в ті дні однією з найважливіших проблем. Значна частина світової торгівлі фінансувалася з використанням переказних векселів з терміном три місяці, які акцептувалися комерційними банками лондонського Сіті. До настання терміну сплати ці векселі дисконтувалися в одному зі спеціалізованих дисконтних домів (*discont house*). Дисконтуванням векселів займалися тоді найбільші лондонські банкірські дома (*Barings, Brown Shipley, Gibbs, Hambros, Huts, Morgan Grenfell, Rothschilds, Schroders*). Вони потім перепродавали дисконтовані векселі британським або іноземним банкам, представництва яких були в Сіті. Такі векселі були основою механізму міжнародних платежів за товарними операціями, і портфелі лондонських банків містили великі пакети переказних векселів. Капіталізація вексельного ринку на момент початку кризи досягала

Декілька днів, з 23 по 29 липня, був повністю паралізований вексельний ринок. Забезпечувати платежі за проблемними вексями країн, що воювали (на загальну суму близько 120 млн фунтів) мали лондонські комерційні банки. Але на практиці вони це зробити не могли, тому що їхні капітали зазвичай не перевищували 20 млн фунтів. Через ці великі пакети неоплачених векселів банки виявилися в ризикованому становищі. Великі суми в активах банків опинилися під загрозою заморожування, і весь кредитний механізм лондонського Сіті порушився. А спроби менеджерів цих банків відкликати кредити або обмежити відтік золота з банків не тільки не зменшили паніку, а ще більше підігріли її.

Серйозних проблем удалося уникнути тільки завдяки спільним зусиллям уряду, Банку Англії та найбільших комерційних банків. З 3 по 7 серпня оголосили банківські канікули, а 6 серпня запровадили мораторій на всі платежі. Також були випущені білети державної скарбниці (*treasury notes*). Процентну ставку, яка зросла з 29 липня по 1 серпня з 30 до 10 %, вдалося знизити до 6 %, а через декілька днів до 5 %¹¹²⁰. А 13 серпня міністр фінансів надав Банку Англії урядові гарантії погашення всіх збитків за вексями, прийнятими до 4 серпня (дата початку участі Великої Британії у війні). Таким чином комерційні банки врятували від краху.

350 млн фунтів (іноді називали ще більшу суму — 500 млн фунтів), 75 % векселів були пов'язані саме з операціями зовнішньої торгівлі (*A Black Account* // *Financial Times*. — 1914. — 28 July; *Markets and the Crisis: Selling Centralised on London* // *Financial Times*. — 1914. — 29 July). Із загальної маси вексельних зобов'язань близько 70 млн належало клієнтам з Німеччини й Австрії, 60 млн — з Російської імперії, тобто із країн, безпосередньо залучених у війну, які перебували по різні боки фронту. Інші векселі належали клієнтам з Північної й Латинської Америки, а також з інших країн, переважно пов'язаних із Британською імперією (*Markets and the Crisis: Consols Comparatively Steady* // *Financial Times*. — 1914. — 29 July). Щоденна сума платежів за такими вексями становила 3–4 млн фунтів, і всі ці векселі мали бути оплачені в термін, що не перевищував трьох місяців. Але після початку війни порушився зв'язок із третіною осіб, які поставили свої підписи на вексях (зокрема у Російській імперії). З цієї причини партнери з континентальних країн Європи не могли (а може, іноді не хотіли) повертати борги, що поставило під загрозу банки, які видавали кредити брокерам ринку цінних паперів. Британські банки обмежили можливість отримання позикових коштів, після чого почалося загальне скорочення обсягів кредитів.

¹¹²⁰ Roberts R. *Scroders: Merchant & Bankers* / R. Roberts. — London: Macmillan, 1992. — P. 153–154.

Криза 1914 р. швидко поширилася з Лондону на інші країни — у систему золотого стандарту (яка стала символом «першої глобалізації») входило 59 держав на різних континентах. І хоча ці країни мали різне значення у світовій економіці (на відміну від повноцінних учасників — країн Європи й США, країни Латинської Америки й Африки були експортерами сировини й реципієнтами інвестицій), початок Першої світової війни став економічною катастрофою для всіх учасників глобальної економіки, він сприймався як грім серед ясного неба.

У серпні 1914 р. вся система експорту порушилася, що зачепило інтереси постачальників бавовни в США, Індії та Єгипті, виробників кави в Бразилії, каучукові плантації Малайзії, виробництво нітратів у Чилі, а також туристичний бізнес, який почав формуватися у Швейцарії та Великій Британії.

Дії різних країн для порятунку ринку цінних паперів і фінансової системи могли мати відмінності, але їхній принцип був загальним: призупинення біржових операцій, закриття фондових бірж, мораторій на виплату боргів, термінова державна допомога фінансовим інститутам, які опинилися на межі краху. Усвідомивши масштаби війни, уряди були готові піти набагато далі в порятунку фінансових ринків, ніж під час звичайних фінансових криз, — у Великій Британії навіть обговорювали план звільнення банків від усіх боргів.

Втім, найбільш універсальним рішенням стало закриття бірж. У Мадриді, Монреалі й Торонто це відбулося ще 28 липня, в Амстердамі, Берліні, Брюсселі, Будапешті, Відні та Римі — 29 липня; у Петербурзі та країнах Південної Америки — 30 липня. Паризька біржа обмежила операції 25 і 27 липня, а 3 вересня її закрили повністю. Коли 31 липня 1914 р. Лондонська біржа була закрита, це спричинило пожвавлення в Нью-Йорку, де багато хто розумів, що війна — це шанс на радикальний прорив для Америки¹¹²¹. Втім, Нью-Йоркську біржу також тимчасово закрили 31 липня. Поки біржі не працювали, операції з цінними паперами тривали на неорганізованих ринках — маклери збиралися на вулицях фінансових столиць, часто угоди з цінними паперами укладали за допомогою телефону. Хоча невдовзі біржі знову відкрили, вони працювали зі значними обмеженнями, які стосувалися на-

¹¹²¹ Noble H. G.S. The New York Stock Exchange in the Crisis of 1914 / H. G. S. Noble. — N. Y.: The Country life press, 1915. — P. 9, 12–13, 30, 33.

самперед операцій з іноземними паперами. Звичайний порядок таких операцій відновили лише в середині 1920-х років.

У Франції сума банківських кредитів, які обтяжували біржу, досягла на початку війни 625 млн франків (25 млн фунтів). Ця сума була принципово меншою, ніж в Англії (250 млн фунтів), але теж досить значна для того, щоб загрожувати стабільності Паризької біржі. Велика частина цієї суми була вкладена в угоди, не завершені на момент початку війни. На Паризькій біржі 27 липня офіційний ринок не закривали, але угоди призупинилися. Неофіційний ринок, за словами оглядача *The Economist*, був «у стані повного хаосу»¹¹²².

У фінансових колах Берліну також почалася паніка. Загальне падіння цін на папери призвело до закриття біржі 30 липня, а обмін марки на золото скасували 31 липня. У нейтральній Швейцарії, яка не брала участь у війні, припинили роботу біржі в Цюриху, Женеві, Базелі. Конвертованість швейцарського франка скасували 30 липня, а 2 серпня зняття вкладів у банках обмежили сумою 200 франків для депозитних рахунків. А 16 липня закрили велику Петербурзьку (Петроградську) біржу в Російській імперії¹¹²³. Не уникла паніки також і Нью-Йоркська біржа, географічно найбільш віддалена від війни в Європі¹¹²⁴.

¹¹²² France — War Panic and the Bourse—Close of the Coulisse // *The Economist*. — 1914. — 1 August. З банків почався відтік золота, але Банк Франції мав значний золотий резерв на 4,1 млрд франків (190 млн фунтів), що надало можливість французькій фінансовій системі загалом спокійно пережити початок війни (French War Finances // *The Economist*. — 1917. — 4 August). Коли наприкінці липня почалося масове вилучення вкладів з банків і відтік золота, уряд 1 серпня 1914 р. уповноважив банки встановити ліміт на зняття вкладів з поточних і депозитних рахунків. Розрахунки за векселями, які вже пора було сплачувати, були відкладені, а 5 серпня скасували конвертованість франка на золото.

¹¹²³ «Насамперед війна позначилася на самому делікатному й примхливому чиннику сучасного господарства — біржі. Усі біржі, зокрема Петроградська, відповіли колосальним зниженням цінностей. Потрібні були героїчні зусилля для попередження загального краху: біржі були закриті, а ліквідації відтерміновані» (Титов І. В. Год войны и народное хозяйство / І. В. Титов // *Торгово-промышленный мир России. Иллюстрированный ежегодник. Литературно-экономический, финансовый, торгово-промышленный и статистический обзор*. — Петроград: «Торгово-промышленный мир России», 1916. — Ч. 1. — С. 3–7).

¹¹²⁴ На біржі почалися продажі великих пакетів американських паперів, переважно їхніми власниками з Європи. 30 липня на Нью-Йоркській біржі відзначалося падіння курсів усіх паперів: тільки лише за цей день вони знизилися на

Криза кінця липня — початку серпня 1914 р. тривала лише декілька днів, і у всіх країнах швидке втручання з боку держави допомогло зберегти стабільність національних фінансових систем. Незабаром усю цю паніку забули — війна змінила світову фінансову систему набагато глибше й серйозніше, ніж будь-яка криза. Іншим став і ландшафт ринку цінних паперів: до кінця війни активи великих банків (як у країнах, що брали участь у війні, так і в нейтральних) склалися переважно з пакетів державних облігацій, зокрема облігацій військових позик, що масово випускалися в роки війни. Роль державних облігацій зросла на біржах, і вони знову мали майже таке саме значення, як і на ранніх стадіях глобалізації.

У 1920 р. частка цих облігацій на Лондонській біржі досягала 30% загального обсягу паперів, що котирувалися, порівняно з 11,5% у 1913 р.¹¹²⁵ Збільшення кількості державних облігацій на біржах спричинили військові витрати, які призвели до значного збільшення державного боргу в країнах, що брали участь у війні. До 1920 р. державний борг зріс на 169% у Франції, 155% у Великій Британії та на 33% у США¹¹²⁶.

Початок війни поставив під загрозу всю систему міжнародних інвестицій і фінансових потоків, яка сформувалася до 1914 р. Були припинені проєкти, які ще недавно здавалися такими перспективними: створення банкірським домом Берингів і Банком Шанхая синдикату для виділення Китаю кредиту 125 млн доларів; плани Ротшильдів розмістити облігаційні позики Бразилії на 50 млн доларів або Австрії на 80 млн доларів (австрійські облігації вже були випущені в Лондоні

6%, а за наступні декілька днів — ще на 10%. Почалися розмови про можливе закриття біржі, але великі банкіри були проти цього. Адже війна створювала для Нью-Йорка унікальний шанс відтіснити європейських конкурентів і стати фінансовим центром світу. Однак, щоб уникнути подальшого знецінювання паперів, біржу все ж таки закрили 31 липня, через декілька годин після закриття Лондонської біржі. Висловлювалися побоювання щодо ймовірного падіння курсу долара і здатності США платити за своїми зовнішніми боргами, а також щодо стабільності банків.

¹¹²⁵ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2004. — P. 184.

¹¹²⁶ Obstfeld M. Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870–1913 versus 1925–1931 / M. Obstfeld, A. Taylor // Economic Journal. — 2003. — № 13. — P. 241–275.

банкiрським домом Schrodgers) і багато інших. Через початок війни не вдалося розгорнути діяльність великого фінансового холдингу Russian General Oil Corporation, пов'язаного з фінансуванням видобутку каспійської нафти (заснованого в Лондоні з ініціативи впливового російського банкіра Олексія Путілова, який керував Російсько-Азіатським банком).

Наслідки війни створили більш серйозні економічні проблеми, ніж криза 1914 р. Вони призвели до загального спаду в 1920–1921 рр., швидкому підвищенню інфляції в Німеччині та Австрії, фінансовій кризі на периферії Європи — в Італії, Іспанії, Португалії та, особливо, у Норвегії. Уся світова економічна система після війни стала принципово іншою. Втім, ті, хто намагався повернути світову фінансову систему до довоєнного стану, до кінця ще не розуміли цих змін. По суті, саме ці зміни у світовий економічній та фінансовій системах, спричинені війною, і призвели до подій кінця 1920-х років і Великої депресії 1930-х.

Таким чином криза 1914 р. на початку Першої світової війни завершила цілу епоху спокійного економічного розвитку. Три наступні десятиліття стан економіки визначали або війни, або підготовка до них і ліквідація їхніх наслідків. У багатьох країнах держава у ці роки здійснювала пряме втручання в економічне життя. За роки Першої світової війни втручання держави в економіку досягло якісно нового рівня: не тільки в країнах, що безпосередньо брали участь у війні, але і в більшості нейтральних держав уряд контролював як військову, так і багато інших галузей промисловості. У довгостроковій перспективі Перша світова війна поклала край європейській економічній експансії, і в наступні десятиліття разом зі зменшенням значення Лондону як світового фінансового центру все більше зростала роль Нью-Йорка.

Після того як Перша світова війна порушила систему торговельних зв'язків і фінансових потоків, почався тривалий і хворобливий процес дезінтеграції першої глобальної економіки, заснованої на золотому стандарті, — процес цей завершився в 1930-ті роки. Якщо наприкінці 1920-х років обсяги світової торгівлі були не меншими, ніж у 1913 р., а може, навіть і більші, то картина радикально змінилася з 1929 по 1937 р., особливо після того як в США, а за ними й в інших країнах почали діяти закони про тарифи.

Світовий ринок цінних паперів у роки війни

Невизначеною після початку війни була і подальша доля світового ринку цінних паперів, який досяг свого розквіту в 1913 р. Тоді його обсяги (як частка від національних активів, які умовно можна порівнювати із ВВП) становили 41,4 % у Великій Британії, 26,0 % у Франції, 18,5 % у США, 11,0 % у Німеччині, 5,8 % у Японії, 2,0 % у Росії¹¹²⁷.

На момент початку війни світові ринки були переповнені цінними паперами, і в урядів країн, які брали участь у війні, не було ніяких планів, що робити з фінансовою кризою. Незабаром після початку війни, коли перший шок минув, почалося деяке підвищення активності на світових ринках цінних паперів.

Адже у всіх країнах війна призвела до значного зростання державного боргу¹¹²⁸. Випуск військових облігаційних позик набув масового характеру, і державні облігації стали у всіх країнах надзвичайно розповсюдженими й популярними. А в операціях з ними брало участь багато нових інвесторів, ніколи раніше не пов'язаних із цінними паперами.

Війна значно обмежила обіг іноземних цінних паперів, і вони майже повністю зникли на фінансових ринках учасників війни, особливо після того, як французькі інвестори втратили великі капіталовкладення в російських і турецьких цінних паперах. І навіть у Лондоні, до війни основному ринку іноземних цінних паперів, відбувалося значне скорочення операцій з ними. До 1919 р. британський уряд викупив в інвесторів і перепродав потім у США американські папери на 655 млн фунтів, а ще на 400 млн фунтів таких паперів британські інвестори продали самостійно. Усе це зменшило значення Лондону та Парижу як основних центрів світового ринку цінних паперів.

¹¹²⁷ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 126.

¹¹²⁸ У Німеччині з 4,9 млрд марок до 92,8 млрд; у Великій Британії з 0,7 млрд фунтів до 7,5 млрд; у Франції з 33 млрд франків до 151,1 млрд; і навіть у США, які не брали прямої участі у війні, державний борг зріс із 1,2 млрд доларів до 25,5 млрд (Scott I. O. Government Securities Market / I. O. Scott. — N. Y.: McGraw-Hill, 1965. — P. 11–13).

А значення американського ринку цінних паперів за роки війни зростало разом із тим, як інвестори зі Штатів викупували із великою знижкою американські акції та облигації, до війни розміщені в країнах Європи. Загалом з 1914 по 1917 р. ними було викуплено таких паперів на 2 млрд доларів. Ця тенденція призвела до того, що світовий ринок цінних паперів за роки війни майже повністю втратив своє значення, і почали домінувати національні, внутрішні ринки, переповнені державними облигаціями.

Взаємні борги учасників війни

Після закінчення Першої світової війни загальний ландшафт світового ринку цінних паперів змінився. Якщо до 1914 р. Англія була основним світовим кредитором, зокрема і для США, то після закінчення війни розподіл ролей став іншим. Тепер уже Америка стала основним світовим кредитором (також і для Англії), а фінансовий центр світу почав переміщуватися до Нью-Йорка. Європа перетворилася із кредитора на боржника, адже війна спричинила інфляцію у всіх країнах Європи, хоча й різного рівня¹¹²⁹.

Наприкінці війни усі союзники (16 країн) заборгували Штатам 12 млрд доларів, зокрема близько 5 млрд доларів Англія, близько 4 млрд Франції. При цьому 17 різних країн були винні Англії 11 млрд доларів (зокрема 3 млрд Франція й 2,5 млрд Росія)¹¹³⁰. Напруженість на фінансових ринках підсилювало також те, що величина банківських резервів у відношенні до боргових зобов'язань помітно знизилася у всіх країнах: з 10 до 7 % у Великій Британії, з 20 до 12 % у Фран-

¹¹²⁹ Валюти Німеччини, Греції, Польщі та Росії повністю знецінилися. Максимальною була гіперінфляція в Німеччині.

¹¹³⁰ Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. — Berkeley: University of California Press, 1986. — Р. 24. Така складна взаємна заборгованість створювала велику напруженість на міжнародному фінансовому ринку через те, що капітали поступово перетікали до основного полюса фінансового тяжіння і головного кредитора — США. Поширені були думки, що США (які вимагали повернення військових боргів) навмисно відкладали свою участь у війні, щоб максимально послабити країни Європи, зробивши їх фінансово залежними від Америки, і забезпечити свою перевагу. Наскільки це правда, важко сказати, але після закінчення Першої світової війни багато хто так вважав.

ції, з 20 до 12 % у США. Особливо помітним зниження було в Німеччині — з 39 % до 4 %. Це породило стійку тенденцію до дефляції, яка у післявоєнні роки все більше гальмувала зростання фінансових ринків і ринків цінних паперів у країнах Європи. Дефляційна ідеологія, породжена спробами зберегти золотий стандарт, була тоді найгіршими з можливих ліків для світової економіки.

Після війни розпочалися заплутані переговори про репарації — грошову компенсацію з боку Німеччини як основного ініціатора війни. Вони ускладнювалися тим, що учасники переговорів постійно виходили за межі питання про компенсацію Німеччиною військових збитків. Англія й Франція хотіли використовувати німецькі репарації для часткового погашення власних боргів перед США, що утворилися за роки війни за рахунок американських кредитів, узятих для придбання зброї та військового спорядження.

Велика Британія та Франція заявляли, що вони зменшать свої вимоги щодо розмірів репарацій, якщо Америка скасує їм частину боргів. Але представники США зайняли юридично бездоганну позицію, підкреслюючи, що репарації — це штрафні виплати для відшкодування військових збитків. Тому вони не мають жодного відношення до боргових зобов'язань Англії та Франції, узятим добровільно.

Унаслідок тривалих переговорів були розроблені «план Дауеса» в 1924 р. і «план Юнга» в 1930 р., які визначали порядок виплати репарацій. Але на практиці була сплачена лише невелика їхня частина, а саме питання про репарації створювало постійну напруженість на світових фінансових ринках, особливо в Німеччині.

Після початку реалізації «плану Дауеса» у Німеччину стали надходити короткотермінові кредити (які надавали можливість Німеччині виплачувати військові репарації в кредит), і німецька економіка почала швидко відновлюватися. Але цей період процвітання тривав недовго, і на початку 1929 р., коли, згідно з «планом Юнга», були чітко визначені терміни виплати репарацій, а в Німеччині нагромадилися невикладені зовнішні борги, почався раптовий спад. Рейхсбанку довелося запропонувати програму скорочення бюджетних витрат, розраховану до 1931 р.¹¹³¹

¹¹³¹ У 1928 р. борги Німеччини (разом із боргами за репараціями) досяга-

Золотий стандарт

Довоєнний світовий фінансовий ринок був заснований на системі золотого стандарту¹¹³². Для золотого стандарту характерним був вільний рух золота між країнами, за рахунок чого забезпечувалися фіксовані курси національних валют завдяки їхній вільній конвертованості на золоті монети. За такої організації фінансової системи потреби в міжнародній координуючій організації не було.

Слабкість системи золотого стандарту була у зростанні дисбалансу між країнами, золоті запаси яких були різними з об'єктивних причин. Механізмом регулювання для країн, у яких зростав дефіцит, ставала не девальвація, а дефляція¹¹³³. Золотий стандарт забезпечував домінування британського фунта, тому що в цю епоху Лондон був загальносвітовим фінансовим центром світу¹¹³⁴.

ли 75,2% ВВП, у 1929 р. — 86,3%, у 1930 р. — 81,5%, у 1931 р. — 104,5%. Борги за репараціями становили більше половини всіх зовнішніх боргів, і коли в 1931 р. репарації скасували, зовнішній борг Німеччини швидко знизився до 45,9% ВВП. При цьому ВВП в абсолютних показниках знижувався з 89,9 млрд рейхсмарок у 1928 і 1929 рр. до 82,9 млрд у 1930 р., 58,1 млрд у 1931 р., 56,4 млрд у 1932 р. (Ritschl A. Reparations, Deficit and Debt Default: The Great Depression in Germany / A. Ritschl // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 116).

¹¹³² Золотий стандарт передбачав, що пакети номінованих у британських фунтах ліквідних цінних паперів, що належали центральним банкам, є резервними активами так само, як і золото. У певному сенсі такі міжнародні резервні активи у формі цінних паперів мали навіть перевагу перед золотим запасом, тому що за потреби їх можна швидше продати.

¹¹³³ Золотий стандарт, специфічний «монетарний порядок» кінця XIX — початку XX ст. (монетарним порядком називалося тоді те, що сьогодні — фінансовою архітектурою), почав формуватися в другій половині XIX ст., особливо після підписання договору про Латинський монетарний союз у 1865 р. і початку дії цього договору в 1866 р. У 1867 р. під час міжнародної виставки в Парижі на міжнародній конференції з монетарної політики обговорювалися практичні кроки щодо впровадження золотого стандарту. Девіз виставки — *L'empire c'est la Pax* («Імперія — це мир») — означав, що цивілізовані нації замість того, щоб воювати, будуть тепер змагатися в розвитку промисловості й торгівлі. Це був вирішальний крок до економічної та фінансової глобалізації.

¹¹³⁴ Однак домінування британського фунта не потрібно переоцінювати — перед Першою світовою війною найбільші фінансові центри (Париж, Берлін і Нью-Йорк) проводили загалом самостійну політику. А загальносвітовою валютою було все ж таки золото, а не британський фунт. За час Першої світо-

У 1922 р. на Міжнародній конференції в Генуї учасники визнали, що використання золота як універсального еквівалента втратило своє значення через нерівномірність розподілу золотих запасів між країнами. Це означало початок тривалого й болючого для багатьох процесу розпаду системи золотого стандарту. Велика Британія почала активну політику відродження золотого стандарту — ця активність стала останнім нагадуванням про колишню могутність Британської імперії¹¹³⁵. Однак через десять років, наприкінці 1932 р., золотий стандарт зберігався тільки в США, Франції, Бельгії, Нідерландах і Швейцарії.

Завзяту боротьбу за відродження золотого стандарту в 1920-ті роки важко пояснити лише економічними мотивами. В її основі було прагнення за будь-яку ціну повернути колишній британський вплив, який безповоротно згасав у післявоєнному світі. Британці до кінця так і не розуміли, що після війни Америка вже фактично стала основним джерелом капіталів і світовим кредитором, а фінансовий центр світу змістився з Лондону до Нью-Йорка.

Тому спроби відновити золотий стандарт після Першої світової війни стали тією фатальною помилкою, що створила багато проблем кінця 1920-х і 1930-х років. Реальні умови на світових фінансових ринках змінилися, тому мета відновлення золотого стандарту виявилася нездійсненною. Вона лише створювала сильну напругу і глобальний дисбаланс золота, що зрештою спричинило серію криз у 1929–1931 рр. і Велику депресію. Характерним прикладом, до чого призводили спроби зберегти золотий стандарт, був масовий відтік золота в США в 1920-ті роки і абсолютне домінування американ-

вої війни золотий паритет зберіг тільки долар, курси валют інших держав — учасників війни — щодо золота значно знизилися й стали нестабільними. До лютого 1920 р. курс британського фунта знизився на 35 %, французького франка на 64 %, бельгійського франка на 62 %, італійської ліри на 71 %, німецької марки на 96 % (Palyi M. *The Twilight of Gold, 1914–1936: Myths and Realities* / M. Palyi. — Chicago: H. Regnery Company, 1972. — P. 118–119).

¹¹³⁵ У британських фінансових колах багато хто вважав, що система плаваючих валютних курсів неприйнятна і обов'язково потрібно повернутися до довоєнного золотого паритету фунта та курсу 4,86 долара за фунт. У той час мало хто розумів, наскільки непереможними виявляться труднощі в досягненні цієї мети, і серед деяких прихильників встановлення реалістичного курсу фунта (3,20–3,50 долари за фунт) був хіба що Лайонел Роббінс (Robbins L. *The Great Depression* / L. Robbins. — New York: Macmillan, 1934 (Transaction Publishers, 2009). — P. 77–87).

ських золотих запасів під час зростаючого дефіциту золота в Європі¹¹³⁶.

Спроби Великої Британії зберегти обмін фунта на золото призводили лише до постійного відтоку золота з Лондону і хронічної слабкості фунта. Ця слабкість ще більше посилювалася через те, що Франція, прагнучи повернутися до золотого стандарту, почала в 1928 р. позбуватися своїх валютних запасів (вони зберігалися в британських фунтах), конвертуючи їх у золото. У 1928–1931 рр. Банк Франції створив колосальний відтік золота із центральних банків інших країн, який досягав за ці роки 30 млрд франків. Це посилювало значну напруженість на фінансових ринках і посилювало процеси дефляції.

А після того як у вересні 1931 р. Велика Британія відмовилася від золотого стандарту, Банк Франції спровокував ще більший відтік золота на 24 млрд франків, посилюючи цим проблеми на світових фінансових ринках. У 1931–1936 рр.

¹¹³⁶ Мабуть, прагнення відновити золотий стандарт (і віра в те, що це взагалі можливо) були засновані на зв'язках Банку Англії та ФРС США. Ці зв'язки залежали не тільки від особистої дружби керівників цих організацій, Монтегю Нормана та Бенджаміна Стронга, але й від контактів британських і американських фінансистів з Морганом. Відомо, що Стронг був людиною Морганів. Не маючи права надавати позики іншим країнам, Стронг використовував банкірський дім Морган для своєї фінансової політики. Однак і Норман також мав доступ до «таємного світу Морган». Банкірський дім Морган був найважливішою частиною загального задуму Нормана щодо реорганізації економічних систем європейських країн, кінцевою метою якої було відродження фінансового значення Лондону як світового фінансового центру (Chernow R. *House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of the Modern Finance* / R. Chernow. — N. Y.: Atlantic Monthly Press, 1990. — P. 244–246). Наприкінці 1924 р. декому могло здаватися, що цей план працює, а мета відновлення золотого стандарту досяжна та реалістична. Процентні ставки в США стали на 1,5 % нижче, ніж у Великій Британії, відтік британського золота з Англії призупинився. Коли ціни в Америці стали зростати, курс фунта до долара збільшився з 4,35 до 4,78 долара за фунт. На початку 1925 р. ціни у фунтах настільки наблизилися до цін у золоті, що справді здавалося, ніби відновлення золотого стандарту може відбутися найближчим часом. Тим більше, що в 1925 р. вже не ставилася мета повернутися до класичного довоєнного золотого стандарту, коли паперові гроші обмінювали на золоті монети, які можна було використовувати у повсякденних платежах. За спрощеною версією золотого стандарту 1920-х років, британські фунти могли обмінюватися не на монети, а на золоті злитки, не пов'язані з повсякденними розрахунками; їх можна було використовувати тільки у великих банківських операціях. У Великій Британії повернення до золотого стандарту відбулося 20 березня 1925 р., але цю систему, що одержала специфічну назву «золотодевізний стандарт», скасували в 1931 р.

Франція, відновивши золотий стандарт, намагалася організувати міжнародний «золотий блок», але це лише прискорило розпад світової системи золотого стандарту. Хоча Франція виявилася найбільш послідовним прихильником золотого стандарту, її фінансова політика виявилася неефективною і посилювала Велику депресію.

Найслабшою ланкою у спробах відродити золотий стандарт залишалася Німеччина з її прагненням за будь-яку ціну уникнути репараційних платежів, нехай навіть ціною гіперінфляції на початку 1920-х. «План Дауеса» і «план Юнга» — перекачування американських капіталів у Німеччину, щоб змусити її виплачувати репарації в кредит, а потім повертати борги — призвели лише до напруженості в німецькій економіці (а зрештою — до отримання влади правими силами на чолі з Гітлером). Невипадково в німецькій економіці ще до «Великого краху» 1929 р. у США вже почався спад, передвіщаючи ланцюжок подальших подій, які підштовхнули світ до Великої депресії і Другої світової війни. Вихід з Великої депресії почався лише після того, коли керівники світових фінансових ринків відмовилися від будь-яких спроб повернутися до золотого стандарту й стали застосовувати традиційні принципи керування фінансами.

Виникнення глобального дисбалансу золота

Довоєнні сумарні золоті запаси Великої Британії, Франції, Німеччини та США оцінювалися в 1913 р. у 5 млрд доларів. До 1923 р. за рахунок видобутку золота сумарний золотий запас зріс до 6 млрд доларів. Але оскільки післявоєнні ціни в США та Великій Британії були на 50% вище довоєнних, купівельна спроможність золота знизилася.

Перед війною світові запаси золота вартістю 6 млрд розподілялися загалом рівномірно (найбільший золотий запас був у США — близько 2 млрд доларів, найменший у Німеччині — близько 0,8 млрд доларів). Після війни за рахунок перетікання золота в США і військових боргів виник значний дисбаланс золотих запасів: 4,5 млрд доларів з 6 млрд було зосереджено в США, золотий запас Німеччини був майже повністю витрачений, а запаси Великої Британії та Фран-

ції помітно скоротилися. Нерівномірність розподілу золота призвела до виникнення загального глобального дисбалансу (можливо, першого глобального дисбалансу такого типу) між надлишком вільних фінансових ресурсів у США та їхнім дефіцитом у Європі через величезні борги європейських країн.

«Великий крах» і Велика депресія

Підйом 1920-х років, який передував кризі 1929 р. і був найбільш бурхливим у США, відчувався у всіх країнах, навіть в обтяженій боргами за репараціями Німеччині, яка ожила на деякий час лише завдяки американським кредитам. У 1927 р. обсяги ринків цінних паперів (відносно національних активів) становили 47,4% у Великій Британії, 28,0% у США, 19,8% у Франції, 14,5% у Японії, 4,6% у Німеччині¹¹³⁷.

У 1929 р., коли в Німеччині почалася рецесія, подібні процеси відбувалися в багатьох країнах — бум на американському ринку цінних паперів притягував до себе капітали з усього світу. Щоб запобігти відтоку золота в США, у лютому 1929 р. Банк Англії підвищив процентну ставку з 4,5 до 5,5%, хоча в країні вже був економічний спад; у березні підняли ставки Італія й Нідерланди, у Німеччині ставка досягла 7,5%, а в Австрії та Угорщини — 8%. Рецесія охопила всі країни Центральної Європи, а скорочення виробництва відзначалося навіть у таких зростаючих економіках, як Австралія, Канада й Аргентина.

«Великий крах» у жовтні 1929 р. «привернув увагу всього світу... для багатьох цей крах став як грім серед ясного

¹¹³⁷ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 174. У США «п'ять років з невеликими перервами курси акцій піднімалися, незважаючи ні на що. Темпи їхнього зростання швидко прискорювалися. Останні шість місяців перед крахом були періодом справжньої спекулятивної оргії, яка за своїм розмахом не мала прецедентів в історії», і «магніт легкого прибутку притягував усіх». У той час «біржова гарячка охопила... найширші верстви», а «розмови про те, що спекулянти становлять [лише] 1% населення, не мають ніякої підстави». Однак «масові дрібні акціонери», що володіли декількома акціями, «не мають абсолютно ніякого впливу на справи акціонерних товариств» (Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. — М. — Л.: Государственное издательство, 1930. — С. 11, 28).

неба»¹¹³⁸. Сама по собі криза на американському ринку цінних паперів тривала недовго, як і всі біржові кризи. Але з 1929 по 1933 р. стала поглиблюватися загальна рецесія: сумарний ВВП основних країн скоротився на 25 %, ціни на товари знизилися удвічі, на 30 % зменшилася заробітна плата, а без роботи залишилося 25 % працездатного населення. Банківський кредит скоротився в США на 40 %, в інших країнах — ще більше. Економічні та фінансові труднощі відчувалися практично у всіх частинах світу.

У 1931 р. різними країнами прокотилася хвиля банківських криз (в Австрії, Бельгії, Німеччині, Франції, а також у Греції, Данії, Іспанії, Італії, Польщі, Угорщині, Фінляндії, Чехословаччині та інших країнах). Особливо глибокою і тривалою була банківська криза в США. За банківською кризою почалася хвиля дефолтів за зовнішніми боргами (в Австрії, Німеччині, Польщі, Румунії, Угорщині, в усіх країнах Латинської Америки).

Основним чинником у процесі швидкого поширення депресії світом був золотий стандарт. Адже він виконував роль механізму, що пов'язував економічні системи різних країн в єдине ціле. Для світового ринку цінних паперів колапс золотого стандарту й поглиблення депресії мали набагато тяжчі наслідки, ніж сама по собі криза в США 1929 р., тому що порушувалися самі основи функціонування ринку — взаємна довіра та система загальносвітових зв'язків.

На початку 1931 р. Велика депресія була в розпалі. Вона справді заслуговує назви «Велика», адже економічний спад, що почався після фінансової кризи, торкнувся майже всіх країн, призвівши до скорочення виробництва¹¹³⁹. Прибутки зменшилися в середньому на 50 %, обсяги операцій на ринку цінних паперів — також на 50 %. Найбільшим скорочення виробництва стало в США й Німеччині — на 40 %¹¹⁴⁰.

¹¹³⁸ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. — М. — Л.: Государственное издательство, 1930. — С. 11.

¹¹³⁹ У 1932 р. рівень ВВП скоротився в розвинених країнах у середньому до 83% порівняно з 1929 р. (100%), рівень цін — до 73%, обсяги торгівлі — до 76,5%. Безробіття зросло в середньому до 30% порівняно з 7% у 1929 р. Ціни на ринку акцій в 1932 р. були мінімальними: у Великій Британії — 60,2% порівняно з 1929 р. (100%), у США — 30,8%, у Німеччині — 38,5%.

¹¹⁴⁰ Частину промислових підприємств довелося закрити, інші були завантажені не повністю, а через падіння попиту ціни на всю продукцію знизилися на 25%. Кількість безробітних досягла в США 26%, у Німеччині — 21,8%.

Банківська система була дестабілізована у всіх країнах. У травні 1931 р. припинив роботу найбільший австрійський банк *Creditanstalt*, активи якого перевищували 250 млн доларів, а в червні збанкрутував один з основних німецьких банків, *Danatbank*. Це призвело до масового вилучення вкладів, із країни почався відтік капіталів і були оголошені банківські канікули.

Незабаром після цього посилилася нестабільність і в британській банківській системі, спричинена відтоком капіталів з Лондону. Інвестори почали розуміти, що за умов кризи Великій Британії важко виконувати свої боргові зобов'язання. «Я зрозумів, і зрозумів поза жодними сумнівами, що скорочення інвестицій... от та причина, яка повністю пояснює сучасний стан справ», — писав Кейнс у 1931 р.¹¹⁴¹ щодо причин Великої депресії. Втім, сьогодні вже очевидно, що скорочення інвестицій було не причиною, а лише наслідком розпаду системи золотого стандарту і глобальних дисбалансів.

У загальній напруженій атмосфері посилювалося передчуття, що насувається якась фінансова (а може, і не тільки фінансова) катастрофа. За словами Арнольда Тойнбі, у 1931 р. багато хто в світі цілком серйозно казав про те, що суспільство західного типу може перестати існувати¹¹⁴². У подібному стилі висловлювався керуючий Банком Англії Монтегю Норман. Він заявив, що якщо не будуть вжиті радикальні заходи, капіталістична система зруйнується за рік. За розпорядженням Нормана у Великій Британії навіть були надруковані продовольчі картки на той випадок, якщо почнеться раптова фінансова криза¹¹⁴³. «Усі, кого я зустрічаю, стривожені тим, що в сфері фінансів може відбутися

у Великій Британії — 15,4%, у Франції становище було трохи кращим, але й там економічний спад був очевидним, а рівень безробіття досягав 10,2% (Temin P. *Lessons from the Great Depression* / *The Lionel Robbins Lectures for 1989* / P. Temin. — Cambridge, MA: The MIT Press, 1991. — P. 3).

¹¹⁴¹ Keynes J.M. *An Economic Analysis of Unemployment* (Harris Lectures, 1931) / J.M. Keynes // *The collected writings of John Maynard Keynes*. Vol 13. — L.: Macmillan, 1973 — P. 349–351.

¹¹⁴² Toynbee A. *Survey of international affairs, 1931* / A. Toynbee. — Oxford: Oxford University Press, 1932. — P. I.

¹¹⁴³ Schuker S. *The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan* / S. Schuker. — Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. — P. 291.

щось жакхливе», — писав з Біаррицу Черчилль, який відпочивав там¹¹⁴⁴.

Депресія посилювалася до середини 1932 р., і однією з основних причин цього була неадекватна фінансова політика в усіх основних країнах: зростання бюджетного дефіциту намагалися покрити збільшенням податків, а процентні ставки підвищували під час поглиблення економічної депресії. Наслідки такої політики були негативними. До того ж — і це було чи не найважливішою обставиною — наприкінці 1920-х і на початку 1930-х років Англія вже не могла бути світовим економічним лідером, а США не хотіли (або, може, не були готові) взяти на себе цю роль.

Із середини 1930-х років почалося відносне відновлення економічних систем — насамперед у Великій Британії, де не було такого буму на ринку акцій, як у США, а внаслідок цього не було настільки гострої кризи. Потім почалося відновлення в США, а також у Німеччині та Японії, хоча в останніх двох країнах воно було спричинене насамперед підготовкою до війни та виникненням планових централізованих економічних систем, створених авторитарними режимами¹¹⁴⁵.

Ті країни, які довше за інші залишалися прихильниками золотого стандарту, повільніше відновлювали свої економіки після депресії (Франція, Бельгія, Нідерланди, Швейцарія). Тому Велика Британія та скандинавські країни, що відмовилися від золотого стандарту у вересні й жовтні 1931 р., почали відроджувати свої економічні системи раніше, ніж країни, які відійшли від золотого стандарту лише в 1934 р. (Франція, Італія та інші).

¹¹⁴⁴ Hassall C. Edward Marsh, Patron of the Arts, a Biography by Christopher Hassall / C. Hassall. — N. Y. Longmans, 1959. — P. 570.

¹¹⁴⁵ У Великій Британії в 1935 р. ціни на ринку акцій досягли рівня 1929 р., ВВП — 106,6 % рівня 1929 р. У США в 1935 р. ціни на ринку акцій були лише 63,1 %, ВВП — 88,6 % (100 % вони досягли в 1936 р., 105 % в 1937 р., але знову знизився до 10 % у 1938 р.). У Німеччині в 1936 р. ціни на ринку акцій становили 68 % від рівня 1929 р., ВВП — 99,6 %. У наступні роки ВВП швидко підвищувався за рахунок військової промисловості: 110,8 % у 1936 р., 123,2 % у 1937 р., 135,0 % у 1938 р.; ціни на ринку акцій зростали не так швидко, вони становили 80,3 % у 1936 р., 80,7 % у 1937 р., 89,6 % у 1938 р. (Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 3).

Криза 1929 р. і економічна депресія 1930–1933 рр. порушили не тільки звичний порядок на світових фінансових ринках, але й усталений спосіб життя великої кількості людей. Ці події стали причиною масових заворушень у Європі, внаслідок яких до влади прийшли фашистські режими в Німеччині, Італії та Іспанії, які підштовхнули світ до Другої світової війни. На околицях Берліну, Гамбурга, Дрездена, а також багатьох американських міст з'явилися поселення безробітних, побудовані із усього, що трапилося під руку. Масове безробіття в Німеччині було однією з основних причин того, що націонал-соціалістична партія Гітлера, який обіцяв забезпечити всіх роботою, одержала 6,5 млн голосів, а її кількість місць у парламенті зросла з 12 до 107.

Депресія 1930-х років призвела до посилення державного регулювання в усіх країнах. Ідеї вільної торгівлі та вільного руху капіталів замінив державний націоналізм. Вплив економічної депресії відчувався близько десяти років, до самого початку Другої світової війни. За роки Великої депресії з усією очевидністю проявилася потреба в новій фінансовій архітектурі, хоча практично почати її створення вдалося тільки в 1944 р.

США: нелегка роль світового кредитора

Зростання значення Америки

«Америка стояла на світанку двадцятого століття... нація парових екскаваторів, локомотивів, повітряних кораблів, двигунів внутрішнього згоряння, телефонів і двадцятип'ятиповерхових будинків»¹¹⁴⁶. Перша світова війна, значно послабивши економічні й фінансові системи Англії та інших європейських держав, перетворила США у найбагатшу світо-

¹¹⁴⁶ Докторову Э. Рэгтайм / Э. Докторову. — <https://www.royallib.ru>

ву державу та основного у світі кредитора. Президент Вудро Вільсон вважав, що Америка фінансує весь інший світ, тому вона може і має ним керувати. Так починалася епоха економічного й політичного піднесення Штатів.

Однією з вірних ознак зростання значення Нью-Йорка як фінансового центру стало збільшення кількості іноземних паперів, які перебували в обігу в США. З 1900 по 1913 р. на американському ринку розмістили приблизно 250 іноземних позик на загальну суму близько 1,5 млрд доларів¹¹⁴⁷. У 1920-ті роки, незважаючи на спроби лондонського Сіті повернути собі колишній вплив, для всіх стало очевидним, що вже не Лондон, а Нью-Йорк став основним міжнародним фінансовим центром. Тяжіння світових потоків капіталу до Нью-Йорка підтверджувало це, незважаючи на всі спроби Лондону відродити золотий стандарт і домінування британського фунта¹¹⁴⁸.

До початку Першої світової війни політика США, зокрема фінансова, орієнтувалася на ізоляцію і невтручання в європейські справи. Літо перед початком війни на фінансовому ринку США було спокійним. Чотири роки ціни на акції майже не змінювалися, а обсяги операцій із цінними паперами були невеликими. Але коли Нью-Йорк досягли звістки про те, що Австрія оголосила війну Сербії, а в Росії почалася загальна мобілізація, індекс Доу-Джонса знизився на три пункти — з 79 до 76, а ціни на акції опустилися на 7 %.

¹¹⁴⁷ Однією з основних причин підвищення привабливості американського ринку для капіталів стало зростання банківських активів у США: з 1900 до 1910 р. їхній обсяг збільшився майже удвічі, з 10,78 до 22,4 млрд доларів. Активи інституційних інвесторів також зросли — в основного з них, у страхових компаній, вони збільшилися за цей час із 1,7 до 3,8 млрд доларів. Майже удвічі більшим стала кількість індивідуальних інвесторів, з 4,4 млн у 1900 р. (близько 6 % населення США) до 7,4 млн в 1910 р. (близько 8 %) (Burk K. Money and Power: the shift from Great Britain to the United States / K. Burk // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 360).

¹¹⁴⁸ Показові суми іноземних позик, які були розміщені в 1920-ті роки через біржі Нью-Йорка й Лондону. Якщо в 1924 р. у США було розміщено іноземних цінних паперів на 969 млн доларів (у Великій Британії — на 134 млн доларів), то в 1927 р. — вже на 1337 млн доларів (139 млн у Британії), а в кризовому 1929 р. — на 671 млн (94 млн) (Burk K. Money and Power: the shift from Great Britain to the United States / K. Burk // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 364).

Хоча ніхто не вважав, що Америка буде реально брати участь у війні, воєнні дії в Європі означали, що потоки капіталу з Європи в Америку призупиняться. До того ж європейські кредитори могли захотіти дострокового погашення кредитів (обсяг цих наданих США кредитів, які мали погашатися в другій половині 1914 р., досягав 500 млн доларів). Усі ці побоювання призвели до того, що за декілька днів курс долара (який до того стабільно тримався на рівні 4,86 долара за фунт) став знижуватися, і почався відтік капіталу зі США.

У 1914 р. у Штатах була фаза загального скорочення економічної активності, що переходила у легку форму депресії. Але вже в грудні 1914 р. усе змінилося — початок війни спричинив економічний підйом в Америці. У Європі підвищувався попит на американські боєприпаси й багато інших товарів, виробництво яких під час війни в європейських країнах порушилося. Тому за роки війни експорт США зріс на 50 %, а промислове виробництво — на 20 %. Хоча населення США в 1920 р. становило лише 6 % загальносвітового, тут виробляли майже 50 % світової промислової продукції.

Під час Першої світової війни американські товари купували в Європі частково за рахунок кредитів, які брали в США Англія та Франція на суми до 2 млрд на рік, але в основному за золото. Тому американські золоті резерви зросли з 2 до 4 млрд доларів. У колах американських фінансистів виникло занепокоєння: вони розуміли, що після закінчення війни золото почнуть виводити назад у Європу, і це дестабілізує фінансову систему США. А в тому разі, якщо золото залишиться в сховищах американських банків, це призведе до дефіциту фінансових ресурсів у Європі, посиленню загальносвітового фінансового дисбалансу і непередбаченим наслідкам. Як показали подальші події, ці побоювання виявилися обґрунтованими.

Заподіяні війною збитки були величезними. У Німеччині та Франції, які найбільше брали участь у військових діях, виробництво скоротилося на 30 %, в Англії — на 5 %. Сума військових витрат країн Європи досягла 200 млрд доларів, і більша частина цих грошей була взята в борг у США. Так Америка, якої найменше торкнулася війна, виявилася в найвигоднішому становищі. А Перша світова війна змінила фінансову і політичну роль США стосовно іншого світу. Федеральна резервна система — ФРС (Federal Reserve System), яка

в 1914 р. мала лише невеликий реальний вплив, після отримання у своє розпорядження величезних запасів золота стала найбільшим гравцем на світових фінансових ринках¹¹⁴⁹.

«Позики Свободи» і поява масових індивідуальних інвесторів

За роки війни в США випустили великі військові облігаційні «Позики Свободи» (Liberty Loans), які дістали таку назву від зображення на облігаціях статуї Свободи — символу Америки. Облігації першої з позик придбало 4 млн осіб, другої — 9,4 млн, третьої — 18,4 млн і четвертої — 22,8 млн¹¹⁵⁰. У 1917 р. у США було лише 350 тис. покупців облігацій, а в 1919 р. — вже більше 11 млн осіб. Більшість із покупців цих облігацій військових позик раніше ніколи не були пов'язані з облігаціями та ринком цінних паперів.

Війна стимулювала в США (і Англії) вихід на ринок цінних паперів багатьох індивідуальних інвесторів, які відкрили для себе новий спосіб зберігання своїх заощаджень. Саме тому Казначейство в 1919 р. назвало розміщення військових позик

¹¹⁴⁹ ВВП США зріс із 17,4 млрд доларів у 1899 р. до 40 млрд у 1914 р. (що приблизно дорівнювало сукупному ВВП Англії, Франції та Німеччини до початку війни). У 1918 р. він збільшився більш ніж на 50 %, перевищивши 60 млрд доларів, а до 1929 р. досяг 103,1 млрд доларів. Додана вартість промислової продукції з 1899 р. по 1929 р. підвищилася з 4,7 до 30,6 млрд доларів (Baskin J. B. A History of Corporate Finance / J. B. Baskin, P. J. Miranti. — Cambridge: Cambridge University Press, 1997. — P. 167; Ahamed L. Lords of Finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. — L.: Windmill Books — Random House, 2010. — P. 95, 100).

¹¹⁵⁰ Доходи за облігаціями Liberty Loans не обкладали податком, але спершу інвестиційні банки та багато інвесторів скептично ставилися до перспективності цих позик і до можливості успішно розмістити облігації на такі великі суми. Казначейство, що випускало облігації, надсило їх до Федерального резервного банку Нью-Йорка. А той вже розподіляв облігації серед інших банків та біржових брокерів для продажу індивідуальним покупцям. Казначейство контролювало розміщення облігацій, яким керував Льюїс Франклін з Guaranty Trust Company of New York. Початкове розміщення облігацій відбувалося не дуже активно, але коли великі пакети облігацій «Позик Свободи» з невисоким номіналом (100 доларів) продали без комісійних інвестиційним банкам і дилерам цінних паперів, цей маркетинговий хід Казначейства США виявився вдалим. Більшість великих банків зацікавилися облігаціями військових позик і почали їх розміщувати. Інтерес банків був виправданий — вони вірно відчували нову тенденцію на ринку цінних паперів.

Liberty Loans «найбільшим фінансовим успіхом в історії»¹¹⁵¹. Можливо, слова про «найбільший фінансовий успіх» були перебільшенням, але використання Казначейством Федеральної резервної системи та тісно пов'язаного із ФРС Федерального резервного банку Нью-Йорка було вдалим ходом, додавши новому й поки ще мало відомому відомству (ФРС) престиж і вплив на фінансовому ринку.

Індивідуальних інвесторів приваблювала в облігаціях «Позик Свободи» відсутність податків на доходи. Раніше інвестиційні банки і біржові брокери цікавилися лише великими інвесторами, а дрібні потенційні покупці цінних паперів (яких у 1919 р. виявилось більше 10 мільйонів) змушені були звертатися в букмекерські контори, які зазвичай приймали ставки під час кінних перегонів та спортивних змагань¹¹⁵².

Багато з нових дрібних інвесторів зненацька для себе зрозуміли, що вкладення своїх заощаджень на ринку цінних паперів, чи то через букмекерські контори, чи то через «Позики Свободи», — вдалий спосіб ухилитися від сплати податків. У той час система оподаткування надавала можливість досить просто приховувати прибутки, отримані на ринку цінних паперів (у будь-кому разі це було набагато простіше, ніж приховати заробітки). Це також приваблювало на ринок багатьох нових інвесторів з різних верств суспільства.

Якщо раніше цінні папери (особливо акції) купували в основному інвестори з високими доходами (більше 20 тис. доларів на рік) і в 1914 р. таких інвесторів було близько 80 %, то вже в 1921 р. їхня кількість скоротилася до 47 %. На заміну їм частіше приходили інвестори з невисокими доходами (1–5 тис. доларів на рік): у 1917 р. їх було 9,5 %, а в 1921 р. — 23 %. Таким чином за роки війни завдяки військовим позикам відбулося радикальне зрушення у бік демократизації американського ринку цінних паперів¹¹⁵³.

¹¹⁵¹ Glass C. *An Adventure in Constructive Finance* / C. Glass. — N. Y: Doubleday, 1927. — P. 116.

¹¹⁵² Букмекерські контори збирали гроші із дрібних клієнтів (зазвичай це були невеликі суми), вкладаючи їх у гру на біржі. Сам клієнт, що зробив свою ставку, не брав участі у грі, не був реальним власником цінних паперів і навіть не бачив їх. Букмекер, що використовував гроші клієнтів для власної спекулятивної гри, виплачував їм частину прибутку (звісно, у тому разі, якщо він грав чесно), часто сильно занижену.

¹¹⁵³ Smith M. *A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2004. — P. 110–111.

Обережніші інвестори обмежувалися вкладенням заощаджень тільки в облігації. Втім, парадокс був у тому, що навіть інвестори, які взагалі уникали ринку цінних паперів, не могли не відчувати його впливу. Комерційні банки та інвестиційні трастові компанії видавали великі брокерські кредити і були тісно залучені в спекуляцію на ринку цінних паперів. Коли пізніше, у другій половині 1920-х років, брокери почали масово видавати індивідуальним інвесторам кредити за рахунок коштів, також узятих ними в кредит у банків, на ринку стала зростати грандіозна спекулятивна піраміда, яка зрештою призвела до краху 1929 року.

Початок «епохи процвітання»

Під час Першої світової війни на ринках цінних паперів виник очікуваний спад, який особливо став помітним у цінах на акції. У Великій Британії курси знизилися за роки війни на 6,7 %, у Франції — на 9,7 %, у США — на 9,4 %, в Італії — на 27,6 %. Під час підйому на ринку акцій, який почався після закінчення війни, курси паперів зросли у Великій Британії на 44,1 %, у Франції — на 80,7 %, у США — на 21,1 %, в Італії — на 111,8 %. Під час нетривалого спаду в 1920 р. найбільшим було зниження курсової вартості акцій у США — на 24,9 % і у Франції — на 16,1 %. У Великій Британії ціни акцій знизилися на 9,8 %¹¹⁵⁴.

В Америці, далекій від військових дій, одразу після закінчення війни почався загальний споживчий бум, який призвів до зростання інфляції. Федеральний резервний банк почав підвищувати процентну ставку. У 1917 р. вона становила 3,5 %, у 1918 р. — 4 %, залишаючись такою до квітня 1919 р.¹¹⁵⁵.

¹¹⁵⁴ Common Stock Price Movements in Selected Nations, 1918–1929 // New York Times. — 1921. — January 1.

¹¹⁵⁵ Ініціатором підвищення ставки був управляючий банком Бенджамін Стронг, який наприкінці вересня 1919 р. повернувся з Європи. Він пропонував ще більше підвищити ставку — з 4 % до 4,75 % з метою боротьби зі спекулятивними настроями ринку. Стронга не підтримали ані Рада управляючих ФРС, ані керівники інших федеральних резервних банків. Вони розуміли, що підвищення ставки одразу загальмує економічне зростання. Але Стронгу все ж таки вдалося зробити по-своєму (Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. — К.: Ваклер, 2007. — С. 218, 220–221).

Навіть невелике підвищення ставки призвело до економічного спаду і хвилі банкрутств. У середині 1920 р. депресія стала посилюватися особливо швидко, і більше 2,5 млн осіб залишилися без роботи. Але наприкінці 1921 р. депресія минула, економіка знову стала зростати.

У грудні 1921 р. ФРС знизила процентну ставку до 4,5 %, і почався тривалий період економічного підйому 1920-х років. Це були *Roaring Twenties* — «бурхливі двадцяті роки», як їх називали американці, «епоха джазу», світ «великого Гетсбі»¹¹⁵⁶, прославлений Скоттом Фіцджеральдом у романі «Великий Гетсбі» та інших книгах. Двадцяті називали «десятиліттям долара» і «ною ерою», а президент Келвін Кулідж проголосив початок «загального процвітання», пов'язаного з новими технологіями: автомобілебудуванням, електро- і радіотехнікою.

Розвиток автомобільної промисловості в США стимулював інші галузі, пов'язані з металообробкою, видобутком нафти тощо. Коли в Америці виникла мода на «загальну автомобілізацію», машини Форда стали доступні звичайним представникам середнього класу. Вважалося, що кожна родина із цієї соціальної групи має не тільки придбати авто, а й переселитися з квартири в приміський котедж, доступний завдяки наявності машини.

Коли «у Хайленд-Парку, штат Мічиган, перший автомобіль моделі “Т” хитко з’їхав з конвеєрної лінії в траву під

¹¹⁵⁶ Джей Гетсбі, герой роману, швидко розбагатів на нелегальному продажі алкоголю (у жовтні 1919 р. у США почав діяти «сухий закон», який мав заборонити продаж алкогольних напоїв). Що означало в той час «швидко розбагатів» і які могли бути доходи в таких, як Гетсбі? «Сухий закон» став чинним з 1 січня 1920 р., а дія роману відбувалася в середині 1922 р. Отже, у героя було максимум півтора року, щоб розбагатіти. Відомо, що один зі знаменитих ватажків мафії 1920-х років, Аль Капоне, визнав на суді, що його доходи від нелегального продажу алкоголю становили 1 млн доларів за два роки (1924–1925 рр.). Мабуть, за півтора року Гетсбі міг одержати максимум мільйон. До цього можна додати доходи від операцій з облігаціями, якими займалися люди Гетсбі, одержуючи дохід близько 100 тис. доларів на рік. Разом з облігаціями доходи Гетсбі навряд чи могли перевищувати 1,2 млн доларів за півтора року. Втім, якщо вважати, що фінансовий добробут в сучасному розумінні гарантує надійність і стабільність життя, то багатство таких героїв 1920-х років, як Джей Гетсбі, саме по собі нічого не гарантувало — на ці гроші можна було лише купити послуги і товари (зокрема цінні папери, що давали прибуток, а також нерухомість). Інакше кажучи, такі гроші можна було витратити тільки на споживання (Roose K. Was the Great Gatsby Broke? / K. Roose. — <http://www.nymag.com>).

ясними небесами», винахідник «дивився на нього здалеку». Це він «винайшов і розробив ідею поділу робочих операцій на найпростіші елементи так, щоб будь-який дурень міг їх робити». Так з'явився конвеєр. Однак «досягнення Форда не піднесли його... на вершину піраміди, тому що вершина була вже зайнята іншою людиною», Джоном Морганом¹¹⁵⁷.

Разом із підйомом в економіці США почався і споживчий бум — у магазинах мали попит перші пральні машини й пилососи, мало розповсюджені в Європі; тільки в одному Нью-Йорку автомобілів було більше, ніж у всій Німеччині. З 1923 по 1929 р. ВВП на душу населення зріс на 12,6% — з 763 до 859 доларів. Якість життя в Америці загалом була тоді набагато вищою, ніж у європейських країнах: робітники на підприємствах отримували по 6 доларів на день, а в Європі — максимум 2 долари.

Почала ставати реальністю «американська мрія» про суспільство масового споживання, втілена в життя в 1950-ті роки¹¹⁵⁸. Символами нових цінностей суспільства споживання стали популярні в першій половині 1920-х років книги президента Герберта Гувера «Американський індивідуалізм» (*American Individualism*¹¹⁵⁹) і «Теорія відпочиваючого класу» (*The Theory of the Leisure Class*¹¹⁶⁰) американського еко-

¹¹⁵⁷ «До цього Генрі Форд був простим виробником машин. Зараз він відчував такий сильний екстаз, якого не відчував ще жоден американець, зокрема і Томас Джефферсон. Він змусив машину повторювати саму себе нескінченно... Контролюючи швидкість конвеєра, він може контролювати рівень виробництва. Він зовсім не хотів, щоб робітник працював більше, ніж треба. Кожну секунду потрібно використати для роботи, але жодної зайвої секунди. На основі цих принципів Форд визначив головне завдання індустріального виробництва — не тільки частини продукції мають бути взаємозамінними, але і люди, що випускають цю продукцію, також мають бути взаємозамінними» (Доктору Э. Рэгтайм / Э. Доктору. — <https://www.royallib.ru>).

¹¹⁵⁸ У ці роки серед американців поширилася мода проводити час у Франції — вартість франка була лише 25% довоєнної, і туди міг поїхати будь-хто, якщо мав 200 доларів (квиток на пароплав у туристичному класі коштував 80 доларів, а проживання у Франції обходилося дуже дешево). У Парижі в 1926 р. жило 45 тис. американців, а близько 200 тис. туристів щорічно приїжджало на відпочинок. Все більше багатих американців з'являлося на Лазурному березі, а в Парижі вони за низькими цінами скуповували нерухомість, і французька преса висловлювала своє обурення з цього приводу (*Il y a 500 000 Etrangers a Paris // Le Journal*. — 1925. — February 2).

¹¹⁵⁹ Hoover H. *American Individualism* / H. Hoover. — N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. — 72 p.

¹¹⁶⁰ Veblen T. *The theory of the leisure class: an economic study of institutions* /

номіста й соціолога Торстейна Веблена (1857–1929), який проголосив ідею «престижного споживання» — споживання заради підвищення свого статусу.

Ідея ця виявилася на початку двадцятих років своєчасною і сподобалася багатьом. Коли приватні споживачі почали купувати більше 70 % усієї промислової продукції, «суспільство престижного споживання» стало реальністю. Але розподіл доходів у цьому суспільстві виявився, як завжди, нерівномірним — 5 % населення контролювали 90 % усіх багатств, а середня заробітна плата становила менше 1500 доларів на рік (0,48 долара за годину при 44-годинному робочому тижні). Єдиним виходом для участі в «престижному споживанні» став кредит.

У 1920-ті роки за допомогою кредиту купувалося 60 % автомобілів і 80 % радіоприймачів, а загальна заборгованість за індивідуальними кредитами з 1925 по 1929 р. зросла з 1,3 млрд до 3 млрд доларів. На цій хвилі несподіваного багатства почав формуватися цілий стиль життя в кредит, характерний для Америки протягом усього ХХ ст. (і особливо 1990-х років, які часто порівнюють із 1920-ми). Можливість одержати все в кредит прямо зараз і одразу сп'яняла багатьох, і замислюватися над тим, як цей кредит потрібно буде віддавати, нікому не хотілося.

Життя в кредит стало невід'ємною частиною суспільства двадцятих років, створюючи американське розуміння багатства й фінансового успіху. У той час, в епоху «великого Гетсбі», багатство більшість розуміла як можливість купувати предмети і символи розкоші; як можливість витрачати гроші, що легко дісталися, не замислюючись про збереження багатства. Більш зріле уявлення про фінансовий добробут, який дає стабільність життя, засновану на раціональних витратах і пенсійному забезпеченні, поширилося вже пізніше, після Великої депресії 1930-х років.

T. Veblen. — N. Y.: B. W. Huebsch, 1912. — 404 p. Назву книги іноді перекладають як «Теорія бездіяльного класу». Адже йдеться про вищий клас, який завдяки вдалому бізнесу здобув багатство і тепер має час і можливість для відпочинку (leisure). Веблен протиставляє «відпочиваючий клас», який нічого не виробляє, робітничому класу.

Ринок цінних паперів 1920-х років

Американців завжди вважали нацією біржових гравців — коли в когось із них з'являвся мільйон, він йшов з ним на біржу подвоїти капітал, а якщо втрачав усе, то ставився до цього філософськи і знову починав працювати простим клерком, щоб повторити все спочатку¹¹⁶¹.

Однак, незважаючи на пристрасть до біржової гри та легке ставлення до можливого банкрутства, реальний обсяг американського ринку цінних паперів у 1913 р. був не дуже великим — 15 млрд доларів, приблизно такий, як у британського, хоча економіка США була втричі більшою за британську. Капіталізація американського ринку акцій у 1913 р. становила 39 % ВВП (у Великій Британії — 109 %, Франції — 78 %, Німеччині — 44 %, Японії — 49 %, Росії — 18 %)¹¹⁶². Не відрізнявся американський ринок цінних паперів у передвоєнні роки особливою динамікою: індекс Доу-Джонса коливався в межах 50–100, а в 1920 р. довго тримався на рівні 72.

Швидке зростання ринку почалося після того, як у 1922 р. ФРС знизило процентну ставку з 7 до 5 % і тривалий час утримувало її на цьому рівні. Зменшення вартості кредиту спричинило загальний підйом 1920-х, коли індекс Доу-Джонса зріс із 67 в 1921 р. до 150 в 1925 р., а доходи промислових компаній з 1913 по 1925 р. збільшилися удвічі.

На початку 1920-х років настали терміни погашення «Позик Свободи», і в 11 млн індивідуальних інвесторів з'явилися вільні капітали — колосальний ресурс для нових інвестицій у цінні папери, вигідність яких багато хто вже зрозумів. Так почалася одна з найбільших інвестиційних хвиль XX ст., і головним чином завдяки тому, що мільйони власників облігацій «Позик Свободи» одержали свої прибутки, після чого повірили в надійність цінних паперів як інвестиційного інструмента.

На початку 1920-х років, коли на ринку цінних паперів почалося стійке зростання, основні індустріальні компанії регулярно видавали дивіденди, чим підвищували в очах інвесторів

¹¹⁶¹ Sobel R. Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters / R. Sobel. — N. Y.: Beard Books, 1999. — P. 223.

¹¹⁶² Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. — 2003. — Vol. 69. — Table 3.15. — <http://www.seyan.info>

престижність своїх акцій. У 1921 р. General Electric сплачувала 12 доларів на акцію номіналом 100 доларів (12%), American Tobacco — 12%, Bethlehem Steel — 5%, International Harvester — 5%, Standard Oil of New Jersey — 5%. Біржова вартість акцій була, звичайно, різною (наприклад, для General Electric вона коливалася протягом року в діапазоні від 109,5 до 143,75 долара)¹¹⁶³. Компанії пропонували сплачувати частину дивідендів своїми акціями або вкладати частину прибутку в спеціалізовані фонди типу інвестиційних трастових компаній. Інвесторам подобалися ці інновації, особливо якщо вони пропонувалися під час стабільного зростання дивідендів¹¹⁶⁴.

Банки вчасно передбачили появу нового соціального шару масових інвесторів і почали створювати мережу дочірніх компаній, що спеціалізувалися на інвестиціях у цінні папери. Одна з перших таких компаній з'явилася в 1908 р., коли в Нью-Йорку First National Bank створив дочірню First Security Company. Спершу операціями на ринку цінних паперів займався сам банк, маючи великий інвестиційний портфель. Але після того як банк зазнав критики з боку державного контрольного фінансового управління (Controller of the Currency) за надмірний зв'язок з ринком цінних паперів, була заснована дочірня компанія, якій передали портфель цінних паперів. Так First National Bank першим почав працювати з інвестуванням заощаджень середнього класу, створивши модель «фінансового супермаркету» (financial supermarket).

У 1914 р. поширилася практика придбання цінних паперів через брокерські фірми, яким передавалися банківські інвестиційні портфелі (зокрема, в 1916 р. National City Bank придбав нью-йоркську брокерську компанію Halsey and Company). Це відображало загальний інтерес комерційних банків до появи масових індивідуальних інвесторів.

Подібно до великих фахівців із продажу нерухомості, відомі брокери стали тоді чимось більшим, ніж просто агентами в справах продажу цінних паперів. Вони мали належати до кола заможних фінансистів, мати манери джентльмена, добре виглядати й так само добре жити, як вони вигляда-

¹¹⁶³ Range and Dividends for Selected Common Stocks // New York Times. — 1921. — December 31.

¹¹⁶⁴ Sobel R. The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s / Sobel R. — N. Y.: W. W. Norton, 1968. — P. 33.

ли¹¹⁶⁵. Деякі відомі брокери були колекціонерами живопису або антикваріату — усе це допомагало не тільки створити відповідний імідж, але й знаходити клієнтів, які здебільшого не були випадковими дрібними інвесторами. Адже такі клієнти зверталися до дрібних брокерів, до яких і вимоги були значно простішими.

Ідея «фінансового супермаркету» була популярною в США протягом усього XX ст. «Фінансовий супермаркет», орієнтований на масових індивідуальних інвесторів, пропонував їм комплекс фінансових послуг — банківських, інвестиційних, страхових тощо. У 1920-ті роки «фінансові супермаркети» спеціалізувалися в основному на продажах індивідуальним інвесторам облігацій, які тоді переважали на ринку (до 75 %).

У першій половині 1920-х років National City Bank відкрив відділення з продажу цінних паперів у 50 містах США. У цих відділеннях ідея «фінансового супермаркету» знайшла практичне втілення — у кожному з них була філія банку, яка пропонувала звичайні банківські послуги, а також пункт продажу облігацій і трастова контора. Клієнт міг покласти свої заощадження в банк на депозитний рахунок або придбати облігації, а трастова контора пропонувала послуги з управління власністю, зокрема капіталом і пакетами цінних паперів. National City Bank розгорнув велику рекламну кампанію в пресі, щоб привернути увагу інвесторів до ідеї «фінансового супермаркету»¹¹⁶⁶.

Зразковим «фінансовим супермаркетом» була заснована National City Bank дочірня National City Company (нею керував Чарльз Мітчелл), яка у другій половині 1920-х років стала одним із найбільших покупців на облігаційні позики всіх типів, які вона потім перепродавала своїм клієнтам на 1–2 млрд доларів за рік.

Компанія Мітчелла, спираючись на відділення National City Bank по всій країні, створила велику мережу власних філій, поєднаних приватними лініями телефонного й телеграфного зв'язку завдовжки понад 11 тис. миль. До цієї мережі входили сотні дрібних дилерів, які продавали цінні

¹¹⁶⁵ Pratt S. *The Work of Wall Street* / Pratt S., Crowell J. — N.Y.: D. Appleton & Company, 1920. — P. 216.

¹¹⁶⁶ Cleveland H. *Citibank. 1812–1970* / H. Cleveland., T. Huertas. — Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985. — P. 136–139.

папери, а в штаб-квартирі компанії Мітчелла в Нью-Йорку працювало 2 тис. осіб. Представники компанії стверджували, що вони ретельно аналізують усю інформацію про випуски облігацій, тому інвестори можуть не сумніватися в надійності цих паперів. Мітчелл неодноразово заявляв, що його компанія за жодних умов не відступить від цього принципу і не буде пропонувати папери сумнівної якості. І справді, більшість облігацій, що поширювалися National City Company, тривалий час зберігали високі котирування. Втім, сьогодні вже важко повністю оцінити якість цих паперів.

Наявність великого обсягу вільних капіталів серед дрібних інвесторів спричинила розширення облігаційного ринку, і він став різноманітним за складом. Основними його сегментами були державні (казначейські) папери, муніципальні, корпоративні, а також іноземні облігації. Серед корпоративних паперів облігації залізниць, що переважали у XIX ст., поступалися місцем облігаціям промислових компаній.

Асортимент іноземних облігацій помітно розширився після того, як ФРС і Банк Англії навесні 1925 р. дійшли згоди про заходи щодо зміцнення британського фунта і обмеження відтоку капіталу з Великої Британії. Після цього доступ іноземних інвесторів на Лондонську біржу ускладнився, і вони звернули свою увагу на Нью-Йоркську біржу. До того ж процентна ставка в США була нижчою, і американські капітали дешевше. Це спричинило справжній потік іноземних цінних паперів (насамперед облігацій), спрямований у Нью-Йорк. А зниження ставки в США і зменшення вартості кредиту стало одним з основних чинників, які стимулювали безпрецедентний бум другої половини 1920-х років на американському ринку цінних паперів. Під час цього буму інтерес інвесторів перемістився з облігацій на акції. Адже можливість швидко розбагатіти на ризикованих спекуляціях з акціями була, мабуть, найголовнішою частиною «американської мрії»¹¹⁶⁷.

У Нью-Йорку всі тільки й говорили про можливість розбагатіти на операціях із цінними паперами. «Люди зараз заро-

¹¹⁶⁷ Про зв'язок фінансового капіталізму та «американської мрії» щодо суспільства масового споживання докладно розповідає Чарльз Гейст у книзі «Візіонерський капіталізм. Фінансові ринки й американська мрія в XX столітті» (Geisst C. Visionary capitalism: financial markets and the American dream in the twentieth century / C. Geisst. — N. Y.: Praeger, 1990).

бляють значно більше грошей, ніж колись раніше у своєму житті, купують акції, пральні машини... та ще й посиляють гроші старим батькам... Реклама, уміння піднімати ціни на біржі, розширення послуг телеграфних апаратів, що передають повідомлення з біржі, обладнання такими апаратами всіх брокерських контор» — все це призвело до бажаного результату, «виникненню всюди в країні підвищеного інтересу до фондової біржі»¹¹⁶⁸.

Іноді пишуть, що «немає чіткої відповіді, чому саме почався бум і чому він набув такого масштабу наприкінці десятиліття», тому що в першій половині 1920-х років більшість акцій мала занижену оцінку¹¹⁶⁹. Але не було нічого загадкового в тому, що почався бум. Як і в тому, чому він став настільки масштабним. Закінчення війни і готовність суспільства до ажіотажу споживання, загальмованого підвищенням процентної ставки й спадом 1919–1920 рр., створили значний потенціал на фінансових ринках. Щойно ставка була знижена наприкінці 1921 р. до 4,5 %, а кредит став дешевшим, обсяги кредитування банками промислових компаній почали швидко зростати. У 1922 р. для цього призначалося 47 % усіх кредитів (для ринку нерухомості — лише 9 % у 1922 р. і 18 % у 1929 р.). Збільшувалася також і кількість кредитів під заставу цінних паперів — корпоративних облігацій і акцій (близько 30 % у 1926 р.)¹¹⁷⁰. Саме наявність великих вільних капіталів стимулювала економічний підйом 1920-х років у США, активізуючи біржову гру і ринок цінних паперів. А нові, «високотехнологічні» для свого часу

¹¹⁶⁸ Сімейні корпорації відійшли в минуле, вони стали немодними, тому всі підприємці говорили про заснування нових акціонерних товариств. Один з героїв роману Д. Дос Пассоса «Великі гроші» хоче «сам управляти заводом у провінційному містечку і потім передати його в спадщину своїм онукам. Усе це було цілком прийнятним на півночі штату Нью-Йорк у давній давнині... А тепер якщо бізнес стоїть і не розширюється, можеш забути про нього». Разом із партнером Чарлі вони вирішили заснувати «окрему корпорацію» з виробництва літаків. Чарлі стає її віцепрезидентом із зарплатою 25 тис. доларів на рік; з урахуванням інфляції — приблизно 500–600 тисяч за сьогоднішнім курсом (Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. — <http://www.librs.net>).

¹¹⁶⁹ Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. — Chicago: Ivan R. Dee, 2002. — P. 10.

¹¹⁷⁰ Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. — Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. — P. 13.

компанії General Motors, General Electric, Radio Corporation of America та інші забезпечували стабільне зростання ринку акцій¹¹⁷¹.

Особливо модними були акції автомобільних компаній, а рекламний буклет «Крайслер» стверджував, що кожен, хто купив на 100 доларів акції компанії в 1923 р., до 1929 р. заробив 1353 долари. А тому, хто вклав у 1920 р. 10 тис. доларів в акції General Electric, обіцяли, що до 1929 р. він матиме 1,5 млн доларів. Цифри були привабливими для всіх, і те саме стосувалося інших модних електро- і радіотехнічних компаній, а також перших авіаційних підприємств — Pratt & Whitney, Northrop Aircraft, Sikorsky Aviation¹¹⁷².

Сплеск інтересу до авіації (і, відповідно, до цінних паперів авіаційних компаній) виник після польоту до Парижу у травні 1927 р. знаменитого пілота Чарльза Ліндберга. Перший безпосадковий політ через Атлантичний океан привернув загальну увагу (попередні 12 спроб були невдалими, шість пілотів загинули). Літаки стали тоді символом найпередовіших інновацій, економічного буму, успіху й далеких перспектив, які здавалися в ті роки безхмарними й досяжними.

«Над головою в блакитному небі гуде літак... Трансконтинентальні пасажирів затишно влаштувалися в м'яких кріслах... люди з великими банківськими рахунками, у них добре оплачувана робота, їх зустрічають біля під'їзду, миловидні телефоністки вітають їх, кажучи "доброго ранку!" Трансконтинентальний пасажир думає про контракти, прибутки, подорожі під час відпусток, про цей могутній континент, що простягнувся від Атлантичного до Тихого океану, про владу, про шелест доларових папірців», про «поїзди і літаки: історія прискорення ціною в мільярди доларів»¹¹⁷³.

¹¹⁷¹ Показовими є дані про зростання курсової вартості акцій Radio Corporation of America (показані максимальні за рік значення): у 1921 р. — 2,1 долара; у 1922 р. — 6,25; у 1923 р. — 4,75; у 1924 р. — 67; у 1925 р. — 77; у 1926 р. — 62; у 1927 р. — 101; у 1928 р. — 420; у 1929 р. — 114,75 долара. Максимальний темп зростання був у 1927–1928 рр., зниження почалося в 1929 р. А після біржового краху ці акції коштували наприкінці 1929 року лише 26 доларів (Sobel R. The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s / Sobel R. — N. Y.: W. W. Norton, 1968. — P. 39).

¹¹⁷² Parker S. The Great Crash. How the Stock Market Crash of 1929 Plunged the World into Depression / S. Parker. — L.: Piatkus, 2008. — P. 16.

¹¹⁷³ Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. — <http://www.librs.net>

Бум 1920-х років на ринку цінних паперів розпочався у другій половині 1924 р., коли намітився тренд до стабільного зростання курсу акцій. Це зростання тривало протягом усього 1925 р. Середня ціна акцій 25 найбільших промислових компаній у травні 1925 р. становила 106 доларів, наприкінці року — 181 долар. Подальше підвищення курсів відбувалося в 1926 і 1927 рр.

Це не могло не привернути увагу інвесторів. Якщо раніше акції купували переважно представники обмеженого кола заможних підприємців, то в 1920-ті роки ринок акцій став справді масовим, а інтерес до цих паперів торкнувся таких груп індивідуальних інвесторів, які раніше ніколи б не ризикнули вкладати свої заощадження в акції. Відображенням нових настроїв і загального інтересу до паперів акціонерних компаній стала поява в 1924 р. книги Едгара Лоуренса Сміта «Акції як інструмент довготермінового інвестування», перевиданої в 2003 р.¹¹⁷⁴.

«Скоро всі ми будемо з великими грішми», — вірить герой роману «Великі гроші» Чарлі. І справді, випущені його компанією акції швидко зросли в ціні. На весь прибуток Чарлі продовжує скуповувати акції. Спершу він робить це без якої-небудь системи, навмання. «Чарлі вирішив кинути монету», і «випав орел», після чого «він подзвонив в офіс і розпорядився скуповувати акції за першою ж ціною, яку оголосять наступного дня». Незабаром він стає досвідченим і починає використовувати інсайдерську інформацію, одержавши телеграму від знайомого сенатора про підготовку законопроекту. «Наступної ночі телеграфні агентства передали повідомлення про внесення в конгрес законопроекту про субсидування пасажирських авіаліній, після чого акції авіаційних заводів миттєво злетіли вгору. Чарлі продав усе, що в нього було, за найвищою ціною і... став, потираючи руки, очікувати остаточного результату». І хоча «вечірні газети не підтвердили повідомлення телеграфних агентств», свій прибуток Чарлі вже отримав. Через тиждень він почав скуповувати власні акції, «але вже за ціною на двадцять пунктів нижче»¹¹⁷⁵.

¹¹⁷⁴ Smith E. L. Common Stocks as Long Term Investments / Smith E. L. — N. Y.: Kessinger Publishing, 2003. — 136 p.

¹¹⁷⁵ Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. — <http://www.librs.net>

Час підйому 1920-х років не дарма дістав назву «великого бичачого ринку Куліджа» (у 1925 р. Келвіна Куліджа обрали президентом на другий термін). Кулідж, «мовчазний Келвін» (Silent Cal), як його називали американці, ігнорував усі попередження про неминучу кризу з боку міністра торгівлі Герберта Гувера (майбутнього президента) і продовжував послабляти державне регулювання у фінансово-кредитній політиці.

У цей час загального підйому виникли великі акціонерні корпорації в сфері автомобільної промисловості, електро-, радіо- і фототехніки — General Motors, General Electric, Radio Corporation of America (RCA), Eastman Kodak та інші. Ці корпорації потребували значного обсягу акціонерного фінансування, а випущена ними величезна кількість цінних паперів забезпечувала активну динаміку фінансового ринку в 1920-ті роки. Вартість акцій, що перебували в обігу в Штатах, зросла з 405 млн доларів у 1910 р. до 9,4 млрд у 1929 р.¹¹⁷⁶. А щорічний обсяг операцій із цінними паперами на Нью-Йоркській біржі — зі 159 млн доларів у 1909 р. до 1,1 млрд доларів у 1929 р. напередодні кризи. Обсяг операцій з облігаціями в цей час залишався приблизно однаковим, у діапазоні 2,8–3,4 млрд доларів.

Одним із символів буму 1920-х років стала створена ще в 1908 р. Вільямом Дюрантом компанія General Motors, яка насамперед скупила декілька дрібних автомобільних підприємств. У 1920 р. контрольний пакет General Motors придбала родина Дюпон. Тоді компанія виробляла 250 тисяч машин на рік, даючи прибуток 30 млн доларів (її капіталізація становила тоді 200 млн доларів). У 1925 р. компанія вважалася самою успішною в США, вона виробляла 800 тис. машин на рік (25 % загального виробництва автомобілів) і давала 110 млн доларів прибутку. Курс акцій General Motors з 1920 по 1925 р. зріс на 400 %, з 25 до 100 доларів за акцію. Завдяки таким компаніям, як General Motors, General Electric, Radio Corporation of America, Eastman Kodak та іншим, орієнтованим на технологічні інновації, на ринку цінних паперів почався швидкий підйом.

¹¹⁷⁶ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. — P.: Vuibert, 2005. — P. 353.

Щорічно в цей ринок інвестували близько 1 млрд доларів¹¹⁷⁷, а кількість акцій, що торгувалися на Нью-Йоркській біржі, збільшилася з 0,5 млн у 1925 р. до 0,757 млн у 1928 р. і 1,127 млн у 1929 р. Загальна капіталізація ринку акцій зросла з 15 млрд доларів у 1913 р. до 34 млрд у 1925 р. і 64 млрд у 1929 р. Тому в ті роки багато хто вважав, що потрібно бути дурнем, щоб не взяти участь в цій грі, яка обіцяла можливість швидко розбагатіти¹¹⁷⁸.

Дисбаланс між швидким зростанням виробництва та повільним збільшенням споживання

Особливістю підйому 1920-х була загальносвітова невідповідність між швидким зростанням виробництва й повільним збільшенням споживання (загальносвітове виробництво зросло в 1920–1930 рр. на 42 %, а обсяг міжнародної торгівлі товарами — тільки на 13 %). Особливо сильним цей дисбаланс був у США, де навіть у роки найбільшого буму (з 1921 по 1929 р.) споживання відставало від випуску продукції. Філософія суспільства масового споживання тільки починала формуватися, і багато хто ще не був готовий витратити свої заощадження. Користуватися кредитом також не всі хотіли. Через це обсяг виробництва зріс тільки на 26 %, промислові підприємства часто працювали не на повну потужність (недовантаження виробництва досягало 19 %), а безробітних навіть у кращі роки залишалося не менше 2 млн осіб¹¹⁷⁹.

Дисбаланс виробництва й споживання породив тенденцію зловживати легкодоступними кредитами, які пропонувалися з метою активізувати споживання — особливо коли

¹¹⁷⁷ Ahamed L. Lords of Finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. — L.: Windmill Books. — Random House, 2010. — P. 272–273.

¹¹⁷⁸ Parrish M. Anxious Decades. America in Prosperity and Depression, 1920–1941 / M. Parrish. — N. Y.: W. W. Norton, 1992. — P. 227–228.

¹¹⁷⁹ Недостатня завантаженість виробництва та безробіття відзначалися переважно в текстильній, вугільній і металургійній промисловості (Экономическая история мира: в 6 т. / Под общ. ред. М. В. Конотопова. — Т. 4. — М.: КноРус, 2008. — С. 32).

після періоду обмежень у наданні кредитів на початку 1920-х років ФРС змінила в 1924 р. свою політику й стала стимулювати розширення кредитування, щоб сприяти економічному зростанню.

Заощадження населення збільшувалися, і багатьох приваблювала можливість отримати прибуток за допомогою акцій, пов'язаних із новими в той час технологіями — автомобільною й авіаційною промисловістю, а також електро- і радіотехнікою. До того ж прибутковість акцій постійно збільшувалася — з 1926 по 1929 р. вона зросла з 9,5 до 11,4%. Хоча ціни на акції були значно завищеними, а розрив між номінальною вартістю й ринковою і далі зростав, більшість інвесторів про це не думали. До 80 % акцій купувалися в кредит. Такі кредити видавалися біржовим брокерам і індивідуальним клієнтам для придбання цінних паперів (25 % вартості паперів інвестор оплачував одразу, а іншу частину суми — за рахунок брокерського кредиту). Кредити для придбання цінних паперів зросли з 1 млрд доларів на рік на початку 1920-х років до 9,2 млрд у 1929 р. Крім того, дестабілізуючий вплив мало те, що в США ринок цінних паперів був тісно пов'язаний із грошовим ринком. Обсяг інвестицій американських банків у цінні папери досяг у вересні 1929 р. 6,5 млрд доларів.

Глобальний дефіцит золота та політика ФРС США

Втім, у середині 1920-х не всі були в захваті від буму на ринку акцій, і багато хто вимагав від ФРС покласти кінець «розгулу спекуляції». Керуючий ФРС Адольф Міллер негативно ставився до зростання ринку цінних паперів, оскільки вважав, що цей ринок відволікає капітали з реальної економіки. Особливо хвилювало Міллера збільшення обсягу брокерських кредитів — вірна ознака посилення спекулятивних настроїв на ринку акцій.

Міллера підтримував міністр торгівлі Герберт Гувер, майбутній президент США. Обидва вважали, що в роздуванні спекулятивного пузиря винен керівник Федерального резервного банку Нью-Йорка Бенджамін Стронг, який штучно утримував занижену (за умов спекулятивного буму) процентну

ставку 4 %, щоб допомогти управляючому Банку Англії Монтегю Норману підтримувати завищений курс фунта¹¹⁸⁰. Між ними справді були дружні стосунки (збереглася їхня особиста переписка), тому така версія цілком правдоподібна. Втім, можливо, справа була не стільки в особистій дружбі, скільки в тісних зв'язках і Стронга, і Нормана з Морганом.

Під час створення ФРС у цій організації був закладений поділ функцій між Радою управляючих і федеральними резервними банками (найбільшим із них був Федеральний резервний банк Нью-Йорка, керований Стронгом). Ця організаційна особливість Федеральної резервної системи в 1920-ті роки створила чимало проблем і спричинила постійну боротьбу за владу між Радою управляючих ФРС і Федеральним резервним банком Стронга. Спершу Стронг і його банк мали більший вплив, ніж Рада управляючих, потім позиції Стронга стали слабшати, а після його смерті зросло значення Ради. Цією неявною боротьбою за владу і конкуренцією пояснюється багато чого в подіях двадцятих років — неузгодженість, а часом і взагалі непослідовність політики ФРС у відповідальні моменти під час буму й краху 1929 р., а також у роки депресії, яка почалася після краху.

Для відновлення британського престижу (символом якого був стабільний курс 4,86 долара за фунт) Англія в 1925 р. з ініціативи Вінстона Черчилля (у ті роки канцлера казначейства, тобто міністра фінансів), повернулася до золотого стандарту. Після цього ціни на англійські товари (у доларовому еквіваленті) стали завищеними. Тому ці товари втрачали конкурентоспроможність на світових ринках. Почався масовий відтік золота з Англії до США. Зупинити цей процес могло тільки зниження облікової ставки в США і зменшення привабливості американського ринку для інвесторів.

Ще в 1925 році таку можливість обговорювали на зустрічі представників Англії, Франції, Німеччини й США. А в липні 1927 р. у США прибув управляючий Банком Англії Монтегю Норман, заступник управляючого Банком Франції Шарль Ріст і управляючий Рейхсбанком Німеччини Ялмар Шахт. Метою зустрічі було обговорення угоди 1925 р. про взаємну політику «легких грошей». Якби американська сторона погодилася знизити процентні ставки, відтік золота з Англії та європейсь-

¹¹⁸⁰ Докладніше про спроби допомоги Англії див.: Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. — М.: ИРИСЭН, 2012. — С. 228–248.

ких ринків загалом би зменшився, а напруженість на цих ринках могла послабшати. У такому разі золото, яке вивозилося зі США, осідало б у Європі, і це могло сприяти стабілізації валют європейських країн. Унаслідок переговорів було досягнуто згоди про те, що очолюваний Стронгом Федеральний резервний банк Нью-Йорка (а за ним вісім інших резервних банків) знизить ставку з 4 % до 3,5 %.

Це було зроблено незважаючи на численні протести критиків, які попереджали, що таке рішення, ухвалене з метою допомогти європейським валютам під час зростання дефіциту золота, може мати негативні наслідки для США і зробить бум на ринку цінних паперів неконтрольованим. Критики вважали, що Норман разом із Шахтом натиснули на Стронга і переконали його, що допомога Європі є пріоритетним завданням. Таким чином Стронга підштовхнули до ухвалення рішення, яке зрештою зашкодило інтересам США і призвело до краху 1929 р.

І справді, з 1925 по 1928 р. ринок цінних паперів зріс більше ніж на 200 %. Наприкінці 1927 р. індекс Доу-Джонса перевищив 200, а обсяг онкольних брокерських кредитів (збільшення яких вже непокоїло багатьох, зокрема Стронга) збільшився з 3,3 млрд доларів на початку 1927 р. до 4,4 млрд на початку 1928 р.¹¹⁸¹ і 9,2 млрд до жовтня 1929 р.¹¹⁸². Попит інвесторів на акції збільшувався, що вело до постійного підвищення їхньої ціни. Хоча процентна ставка становила 3,5 %, брокери, які кредитували індивідуальних інвесторів під час динамічного розширення ринку, були готові брати кредити під 12 % і більше, що підтверджує вигідність спекулятивного бізнесу на ринку онкольних кредитів.

¹¹⁸¹ Hoover H. *Memoirs: The great depression, 1929–1941* / H. Hoover. — P. 11.

¹¹⁸² Fuller R. L. *Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933* / R. L. Fuller. — Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. — P. 14. Серед компаній, які отримували брокерські кредити, виділялася Electric Bond and Share (157,6 млн доларів), Bethlehem Steel — 157,5 млн; Standard Oil of New Jersey — 97,8 млн; Tri-Continental — 62,2 млн; Chrysler — 60,2 млн; Cities Service — 41,9 млн; Anaconda Copper — 32,5 млн; American & Foreign Power — 30,3 млн; General Motors — 25,0 (Lundberg F. *America's 60 Families* / F. Lundberg. — N. Y.: Vanguard Press, 1937. — P. 221). Зростав і обсяг цих кредитів з 4430 млн доларів (із них 1830 млн із небанківських джерел) у грудні 1927 р. до 6440 млн (із них 3885 млн із небанківських джерел) у грудні 1928 р. і до 8525 млн (із них 6640 млн із небанківських джерел) у жовтні 1928 р. (Sobel R. *The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s* / Sobel R. — N. Y.: W. W. Norton, 1968. — P. 117).

На цьому ринку почали брати капітали банки й компанії з інших країн. Це не входило в плани ані ФРС, ані європейських центральних банків, але вплинути на ситуацію вони вже не могли. Швидко зростаючий ринок брокерських кредитів був настільки прибутковим, що продовжував притягувати до себе капітали з усього світу.

Банки зазвичай були материнськими компаніями для дочірніх брокерських фірм. Вони мали можливість брати великі кредити під 3,5%, щоб потім кредитувати свої дочірні брокерські компанії. А ті видавали кредити біржовим спекулянтам під 12%. Одним із найбільших корпоративних учасників на ринку онкольних кредитів тоді стала компанія Standard Oil of New Jersey.

За таких умов загального буму банки, скориставшись дешевим кредитом, збільшили свої інвестиції в акції, курси яких стабільно зростали. Пакети акцій почали скуповувати великі компанії — Standard Oil of New Jersey щодня видавала 69 млн доларів кредитів для інвестицій на ринку цінних паперів, а компанії Electric Bond i Share — кожна більше 100 млн. Деякі компанії (наприклад, Cities Service) навіть розпродавали свої активи, вкладаючи отримані гроші в акції¹¹⁸³.

Підвищення доступності кредитів, які використовувалися для придбання цінних паперів, стало вірною ознакою наближення дестабілізації ринку. І хоча в історії були і раніше періоди дешевих кредитів, зниження ставки до 3,5% разом зі стійким підвищенням курсу акцій спричинили роздування спекулятивного пузиря. Перші ознаки цього з'явилися вже навесні 1928 р.

Надто швидке зростання ринку цінних паперів турбувало і Стронга, про що він не раз згадував у листах Норману. Адже Стронг розумів, що всі кризи, пережиті США, починалися саме з роздування ринку цінних паперів. Однак було не просто провести межу між природною реакцією ринку акцій на економічне зростання, спричинене технологічними інноваціями, і спекулятивним пузирем. В Америці не було ніяких ознак інфляції, і тому Стронг ухвалив рішення, що ФРС не має обмежувати зростання ринку¹¹⁸⁴. І хоча

¹¹⁸³ Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S. Res. 56 and S. Res. 97: 1932–1934. — Washington, DC, 1934. — P. 16. — <http://www.fraser.stlouisfed.org>

¹¹⁸⁴ Chandler L. V. Benjamin Strong: Central Banker / L. V. Chandler. — Washington, DC: Brookings Institute, 1958. — P. 428.

саме Стронга, який утримував низькі процентні ставки, вважають одним з основних винуватців краху 1929 р., його позиція в 1927 р. була по-своєму вірною. Адже тоді ще не було спекулятивного пузиря на ринку цінних паперів, а його розширення відповідало загальному економічному зростанню.

Ціни на акції підвищувалися постійно, але ще не надмірно. А відношення їхньої ціни до прибутку (один з основних показників стабільності ринку) залишалося на рівні 11. Це було поки що набагато нижче небезпечного рівня 20, після якого папери стають переоціненими, і швидко роздувається спекулятивний пухир. До речі, напередодні краху 1929 р. цей показник досягав 32.

В одній із провідних компаній, General Motors, з 1925 по 1927 р. прибутки зросли у 2,5 рази (річний дохід досягав 250 млн доларів), ціни на акції — в 4 рази. Капіталізація компанії в 1927 р. становила 2 млрд доларів, але при відношенні ціни до прибутку менше 9 таку оцінку компанії можна було вважати цілком реалістичною і не завищеною.

Хоча Міллер і Гувер критикували Стронга за взятий з початку 1920-х років курс на низькі процентні ставки, ФРС продовжувала утримувати ставку на рівні 3,5%. Це пояснювали тим, що в усьому світі відзначалося зниження оптових цін (у США в 1926 р. оптові ціни справді знизилися на 10%, роздрібні — на 2%). Таке зниження було ознакою збільшення глобального дефіциту золота.

Країни, що поверталися до золотого стандарту (як це зробила Велика Британія в 1925 р.), намагалися збільшити свої золоті запаси, але кількість золота у світі була обмеженою. Оскільки, згідно із сутністю золотого стандарту, ціна золота була фіксованою, збільшення його дефіциту впливало не на ціну самого золота, а на зниження оптових цін на інші товари.

Надлишок вільних капіталів у США призводив до того, що вони почали більше експортуватися в інші країни, в основному в Англію. Одна з найбільших на той час британських компаній — дочірній підрозділ американської General Electric — на 40% належала інвесторам зі США. Експорт капіталу стимулювався появою нового фінансового інструменту — американських депозитарних розписок (American Depositary Receipts, ADR), використання яких надавало мож-

ливість обійти обмеження на міжнародні операції із цінними паперами¹¹⁸⁵.

Експорт капіталу зі США значно скоротився внаслідок роздування спекулятивного пузиря на американському ринку акцій в 1928–1929 рр. Інвестори всю увагу звернули на акції та на брокерські кредити, на яких можна було одержати набагато більший прибуток, ніж на експорті капіталу.

Зростання спекулятивного пузиря на ринку цінних паперів

На початку 1928 р. Бенджамін Стронг визнав, що зниження ставки до 3,5 % було помилкою, і в лютому ФРС підвищила ставку до 4 %, у травні — до 4,5 % і в червні — до 5 %. Але багато хто вважав, що саме зниження ставки в 1927 р. створило послідовність подій, які призвели потім до краху 1929 р. і до Великої депресії 1930-х років¹¹⁸⁶.

До середини 1928 р. вже були всі ознаки, що на ринку цінних паперів (насамперед на ринку акцій) починає надуватися грандіозний спекулятивний пузир¹¹⁸⁷. Це було пов'язано

¹¹⁸⁵ Депозитарна розписка (англ. depositary receipt) — похідний цінний папір (дериватив), призначений для спрощення виходу національних емітентів акцій та облігацій на розвинені ринки цінних паперів інших країн і для вкладання капіталів в іноземні цінні папери. Депозитарна розписка підтверджує право власності на певну кількість акцій, облігацій або інших цінних паперів іноземного емітента, переданих для зберігання в банк-депозитарій. Біржова ціна депозитарної розписки змінювалася залежно від ціни на базові цінні папери. У 1927 р. банк J.P. Morgan для операцій із цінними паперами англійської компанії Selfridges Retail Ltd. випустив перші депозитарні розписки (тоді вони називалися депозитарними сертифікатами, ADS).

¹¹⁸⁶ З 1925 по 1929 р. кількість промислових підприємств зросла зі 183,9 тис. до 206,7 тис., а обсяг випущеної продукції — з 60,8 до 68 млрд доларів. Індекс промислового виробництва ФРС США, який становив 67 пунктів у 1921 р. і 100 пунктів у 1923–1925 рр., у липні 1928 р. досяг 110, а в червні 1929 р. — 126 пунктів.

¹¹⁸⁷ Його розміри були безпрецедентними, що добре видно, якщо зіставляти не абсолютні цифри обсягів випуску нових акцій (вони були у другій половині XX ст. значно більші), а відношення обсягу емісії до ВВП. У 1900 р. цей показник становив близько 0,5 % ВВП, у 1903 р. близько 1 %, з 1908 по 1922 р. коливався в діапазоні 0,5–2,5 % і в 1928–1929 рр. досяг максимуму 6,5 % ВВП. Надалі цей максимум так і не був перевершений — до

з новими технологіями — автомобілебудуванням, радіотехнікою, авіаційною промисловістю.

З одного боку, саме технологічні інновації (як і в усіх інших акціонерних бумагах) дали поштовх зростанню ринку акцій. А з іншого боку — зростаючий ринок акцій забезпечував фінансуванням нові галузі промисловості¹¹⁸⁸. Якщо у фінансуванні американської автомобільної промисловості ринок акцій мав у 1920-ті роки обмежене значення порівняно з іноземними інвестиціями¹¹⁸⁹, то в розвитку авіаційних і радіотехнічних підприємств саме цей ринок забезпечував основне фінансування нових компаній.

До другої половини 1929 р. індекс Доу-Джонса піднявся з 300 до 380¹¹⁹⁰. Курси акцій зросли майже на 100% без будь-якого зв'язку зі збільшенням доходів корпорацій (у 1928–1929 рр. вони підвищувалися в середньому на

1970 р. обсяг емісій коливався в діапазоні 0,5–1,0% ВВП, у 1980-ті був у діапазоні 0,5–1,5%, у 1990-ті роки був близько 1,5% ВВП (O'Sullivan M. *Funding new Industries: A Historical Perspective on the Financial Role of the U.S. Stock Market in the Twentieth Century* / M. O'Sullivan // *Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present* / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. — Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. — Р. 168). Докладніше про ознаки наближення кризи див.: Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. — М.: ИРИСЭН, 2012. — С. 249–260.

¹¹⁸⁸ До 1890-х років на ринку американських корпоративних паперів переважали залізничні облігації та акції, а з промислових підприємств торгувалися лише папери вугледобувних та текстильних компаній. Починаючи з 1890-х на ринку стало з'являтися більше й більше індустріальних акцій, що тривало до 1929 р.

¹¹⁸⁹ Загальний обсяг капіталів, інвестованих в автомобільну промисловість, зріс із 50 млн доларів у 1904 р. до 367 млн у 1909 р., 1936 млн у 1919 р., 2742 млн у 1929 р. Унаслідок цього частка акцій автомобільних компаній на ринку цінних паперів збільшилася з 0,4% у 1904 р. до 4,4% у 1929 р. (O'Sullivan M. *Funding new Industries: A Historical Perspective on the Financial Role of the U.S. Stock Market in the Twentieth Century* / M. O'Sullivan // *Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present* / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. — Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. — Р. 164, 175).

¹¹⁹⁰ Індекс Доу-Джонса для індустріальних підприємств у 1918 р. становив 89,07 (тут і далі показані максимальні значення за рік), у 1919 р. — 119,62; у 1920 р. — 109,88; у 1921 р. — 81,50; у 1922 р. — 103,43. Далі до краху 1929 р. відзначається його стабільне зростання. У 1923 р. — 105,38; у 1924 р. — 120,51; у 1925 р. — 159,30; у 1926 р. — 166,64; у 1927 р. — 202,40; у 1928 р. — 300,00; у 1929 р. — 381,17. Після кризи 1929 р. індекс почав знижуватися до 294,07 у 1930 р. і 194,36 у 1931 р. (*The Dow Jones Investor's Handbook* / Ed. Maurice L. Farrell. — N. Y.: Dow Jones Books, 1966. — Р. 50–51).

10% за рік)¹¹⁹¹. Обсяг операцій з акціями на Нью-Йоркській біржі швидко збільшувався з 237,3 млн доларів у 1923 р. до 282,1 млн у 1924 р., 452,2 млн у 1925 р., 449,1 млн у 1926 р., 576,9 млн у 1927 р., 920,6 млн у 1928 р., 1124,9 млн у 1929 р.

У біржовій грі взяло участь приблизно 2–3 млн недовідчених індивідуальних інвесторів, що було вірною ознакою початку біржового ажіотажу; при цьому серед нових учасників біржової гри приблизно 30% становили жінки. «Жінки потрапили на ринок акцій. З вітальні, кухні та магазинів, зі школи й театру вони кинулися сюди в надії на легке й швидке збагачення»¹¹⁹². А старих біржовиків, які грали за правилами, відтіснила маса нових учасників біржового буму, які грали без правил, інтуїтивно. «Гра на ринку акцій стала модним способом провести час, і недосвідчені новачки заповнили біржу... Представників такої публіки зараз на Уолл-стріт тисячі, а може, мільйони. Ці непрофесійні трейдери гарячково купують і продають акції... Спокуса розбагатіти на такий грі велика, і мало хто пам'ятає про можливість невдачі»¹¹⁹³. Кількість брокерських контор зросла з 700 у 1925 р. до 1600 у 1929 р., а газети постійно публікували звичайні під час біржових бумів історії про те, як черговий інвестор-початківець розбагатів.

Серед трейдерів на ринку акцій найбільш знаменитим у ті роки був, мабуть, Вільям Дюрант, один із засновників General Motors. Продавши потім свій пакет акцій GM Моргану й Дюпонам, Дюрант повністю поринув у спекуляції на ринку цінних паперів. Організувавши синдикат, у який увійшли його друзі та знайомі, Дюрант створив великий пул інвестиційних капіталів і придбав акцій на 4 млн доларів. За прикладом Дюранта створення таких пулів наприкінці 1920-х швидко стало популярним методом інвестування на ринку акцій.

¹¹⁹¹ Одними з найшвидше зростаючих стали акції Radio corporation of America (RCA), курс яких лише за один день 12 березня піднявся на 18 пунктів. За рік курс акцій RCA зріс із 85 до 420 (хоча за цими акціями обіцяні дивіденди так ніколи й не були сплачені), Du Pont — з 310 до 525, Montgomery Ward — з 117 до 440, Wright Aeronautic — з 69 до 289 доларів.

¹¹⁹² McMullen F.D. *Army of Woman, who Watch the Ticker, Queen Nefertiti* / F.D. McMullen // *The New York Times*. — 1929. — March 31. — P. 139.

¹¹⁹³ Wamsley W.F. *The Magnet of Dancing Stock Prices* / W.F. Wamsley // *The New York Times*. — 1929. — March 24. — P. 87.

За чутками, напередодні краху 1929 р. Дюрант тільки за три місяці заробив 50 млн доларів, а його річний прибуток досягав 100 млн, і він став знаменитим біржовиком. Дюрант зробив вірну ставку на публічність інформації про свою діяльність, і преса постійно писала про його вдалі угоди. Завдяки такій інформаційній відкритості задум Дюранта виправдався: публіка ставилася до нього з довірою, вважаючи чесним гравцем, і уважно стежила за тим, які акції купує Дюрант. Коли на ці акції починався масовий попит, їхня ціна підвищувалася, і синдикат Дюранта з вигодою продав акції. Схема була традиційною і загалом звичайною для ринку цінних паперів. Тому казати, що Вільям Дюрант був більш чесним гравцем, ніж інші, було б наївно. Але кампанія в пресі була спланована вдало — Дюрант широко використовував замовлені статті в газетах (така практика була в той час звичайною) і цілеспрямовано поширював чутки, вигідні для його бізнесу.

Загальний підйом на ринку цінних паперів і ажіотаж на біржі торкнулися також позабіржового ринку. У Нью-Йорку «вулична біржа» (Curb Exchange, дослівно «біржа на тротуарі») виникла на початку XIX ст. На ній торгувалися папери, які не ввійшли в котирування Нью-Йоркської біржі. Серед брокерів «вуличної біржі» сформувалися свої традиції та правила операцій. З початку XX ст. на цій біржі стали визначати власні котирування. Зусилля надати «вуличній біржі» більш організованої форми призвели до появи в 1908 р. «Агентства Нью-Йоркського вуличного ринку» (New York Curb Market Agency). Керували агентством лідери цього ринку Еммануель Мендельс і Карл Форцхеймер.

Найчастіше на «вуличній біржі» проводили операції з акціями компаній, які мали невелику капіталізацію, і не котирувалися на Нью-Йоркській біржі. Іноді операції вуличної біржі проводилися з акціями великих компаній (Standard Oil, Du Pont, Otis Elevator та іншими), і тоді вона починала конкурувати з Нью-Йоркською біржею. Під час буму 1920-х років вулична біржа переживала свій розквіт. Вона перемістилася з «вулиці» у приміщення і нагадувала ще одну звичайну фондову біржу. У 1953 р. біржу New York Curb Exchange перейменували на American Stock Exchange (AMEX); ця біржа існує й сьогодні.

Президент Кулідж, повноваження якого вже закінчувалися, у зверненні до нації 4 грудня 1928 р. сказав: «Ми переживаємо тривалий період процвітання. У зовнішній політиці панують мир і добра воля, засновані на взаєморозумінні... жоден конгрес в історії Сполучених Штатів не зустрічався ще з настільки оптимістичними перспективами, як у цей час». Ще Кулідж заявив, що економіка США «абсолютно здорова», а ціни на акції «можна вважати низькими»¹¹⁹⁴. Але подальші події показали, що цей президент, відомий прихильник політики невтручання в економіку, сильно помилявся.

Після обрання 7 листопада 1928 р. нового президента Герберта Гувера біржовий бум тривав — у цей день обсяг торгів на Нью-Йоркській біржі становив майже 4895 тис. акцій, 16 листопада — вже 6642 тис. Пізніше у своїх спогадах Гувер написав, що ще в 1925 р. його хвилювала «зростаюча хвиля спекуляції», яку він вважав злочином «небезпечнішим за вбивства», за який потрібно «суворо карати»¹¹⁹⁵.

Застережливі голоси

У пресі тих років було чимало попереджень про те, що біржовий бум неминуче закінчиться крахом. Зокрема, про це говорив 8 березня 1929 р. відомий фінансист Пол Варбург (він очолював International Acceptance Bank), який нагадував, що історія часто повторюється. Тому, як уже було не раз, біржовий ажіотаж закінчиться грандіозною кризою, яка породить загальну депресію. «За словами банкіра Варбурга, ФРС втратила контроль над використанням кредитів і він перейшов у руки біржових трейдерів. А коли контроль втрачений, єдиним виходом для ФРС стало підвищення ставки, що призведе, мабуть, до економічного спаду по всій країні»¹¹⁹⁶. Варбург закликав ФРС проводити більш жорстку політику, щоб зупинити спекулятивний бум, який може призвести не тільки до

¹¹⁹⁴ Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. — New York: Macmillan, 1952. — P. 16.

¹¹⁹⁵ Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. — New York: Macmillan, 1952. — P. 5, 14.

¹¹⁹⁶ Warburg Assails Federal Reserve // The New York Times. — 1929. — March 8. — P. 40.

кризи, але й до глибокої депресії. Але застереження Варбурга сприймалися переважно скептично. Було чимало розмов про те, що сам Варбург веде гру на зниження, тому оцінка ним стану ринку цінних паперів залежить від його власного корисливого інтересу.

Імовірність краху прогнозував Йозеф Шумпетер в опублікованій у 1928 р. під час найбільшого економічного підйому статті «Нестабільність капіталізму»¹¹⁹⁷. У ній він порушив важливе питання про те, чи стабільна в принципі економічна система капіталізму. А ще висловив важливу думку про принцип «творчого руйнування», невіддільний від самої природи ринкової економіки. Для забезпечення динамізму розвитку ринку старі його форми мають постійно руйнуватися й відмирати, щоб дати можливість поширюватися інноваціям. Ця ідея, яка сьогодні сприймається як щось очевидне, у той час була справді новою і незвичайною.

Тривожні застереження щодо зростання обсягів брокерських кредитів висловлювали аналітики рейтингових агентств Poor's і Standard Statistics Company (згодом ці агентства об'єдналися у відому компанію Standard & Poor), називаючи ситуацію на біржі грандіозним блефом.

У пресі також неодноразово з'являлися тривожні попередження про роль брокерських кредитів у роздуванні спекулятивного пузиря. Однак у більшості випадків вони зустрічали різку критику як спроби підірвати довіру до успішного ринку цінних паперів. Багато хто тоді вірив, що доки загальний обсяг кредитів для придбання цінних паперів не досягне 12 млрд доларів, немає приводу для занепокоєння. До того ж ринок зростає і приносить прибуток.

Часто з'являлися оптимістичні статті про те, що світова економіка перебуває на межі небаченого прориву вперед, а ціни на акції будуть і далі триматися на високому рівні. Сьогодні подібні думки здаються дивними, але влітку 1929 р. вони відображали загальний оптимізм учасників ринку. І хоча тривожних застережень тоді теж вистачало, до них не стали прислухатися.

¹¹⁹⁷ Schumpeter J. A. The Instability of Capitalism / J. A. Schumpeter // *Economic Journal*. — 1928. — Vol. 38. — P. 361–386.

Індивідуальні інвестори під час буму

Під час буму в суспільстві переважали настрої, породжені можливістю швидко збагатитися. Наскільки ця можливість була реальною, а наскільки уявною, питання складне. Популярний ведучий радіопередач Едвін Лефевр розповідав про те, як біржовий службовець отримав завдяки акціям 250 тисяч доларів, а зовсім далека від біржової гри медсестра за порадом свого пацієнта вдало придбала акції та мала прибуток 30 тисяч¹¹⁹⁸.

Таких історій у ті роки публікувалося багато, але це не означає, що в 1929 р. все населення США масово грало на біржі — насправді більшість не мала до цього відношення. Якщо від легендарних історій перейти до конкретних цифр, то в 1929 р. у брокерських конторах (про роздуті кредити яких багато тоді говорили), було 1 548 707 рахунків, із них 1 371 920 (89 %) — на Нью-Йоркській біржі. Власники цих рахунків становили тільки 1,29 % населення США (120 млн у 1929 р.). За звітами брокерів із 1,5 млн брокерських рахунків лише приблизно 600 тис. використовували для спекулятивних операцій, а 950 тис. — для розрахунків готівкою. Тому насправді кількість осіб, що реально брали участь в акціонерному бумі, була ще менше¹¹⁹⁹ і, мабуть, не доходила навіть до 1 % населення в 1929 році¹²⁰⁰.

Те, що масову участь населення в біржовій грі значно перебільшувала преса, було звичайною справою. В інших країнах під час всіх бумів преса з рекламною метою також багато писала про загальну й масову участь у біржовому

¹¹⁹⁸ Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. — New York: Harper, 1931. — P. 237.

¹¹⁹⁹ Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. — Минск: Попурри, 2009. — С. 109–110.

¹²⁰⁰ Іноді називають цифру 3%. Але навіть і ці троє зі ста американців, які під час найбільшого буму були готові взяти участь у грі з акціями, часто для цього брали гроші в борг. «Кредит... це було типово для мого діда», — згадував відомий фінансист Уоррен Баффет (Шрєдер Е. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрєдер. — М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. — С. 43). Ці інвестори перебували під впливом хибного переконання, що прибутковість за акціями буде завжди більшою, ніж за облігаціями, і вірили в те, що було написано у статті Джона Раскоба «Кожний може бути багатим» (Everybody Ought to be Rich), опублікованій у серпні 1929 р. у популярному жіночому журналі Ladies Home Journal.

ажіотажі «усіх прошарків» населення, свідомо (чи, може, не-усвідомлено) розігриваючи цим ринок. За першу половину 1929 р., коли нібито усі «прості американці» кинулися на біржу, кількість угод на різниці курсів цінних паперів збільшилася лише на 50 тис¹²⁰¹. Тому до слів про участь «всіх простих американців» слід ставитися скептично.

Втім, цифра 1 % населення відображає лише кількість інвесторів, прямо залучених в операції на ринку через онкольні кредити. Вона не враховує тих, хто купував цінні папери через інституційних інвесторів (зокрема через інвестиційні трасти) і банки. А саме на цих посередників припадав основний обсяг операцій на ринку цінних паперів. Тому бум на ринку акцій справді був масовим, і всі ці історії про зненацька розбагатілих недосвідчених інвесторів, яких так багато було в американських газетах другої половини 1920-х років, мабуть, правдоподібні. Проте вкладали ці недосвідчені інвестори свої заощадження (часто невеликі) через добре розвинену систему фінансових посередників.

А тим часом ФРС, яка могла б підвищити ставку, зробити кредит менш доступним і послабити ажіотаж на біржі, продовжувала займати пасивну позицію. І хоча Стронг визнав свою помилку, і в 1928 р. ставка була піднята до 5 %, він до останніх своїх днів (Стронг помер від туберкульозу в листопаді 1928 р.) вважав, що ФРС не потрібно втручатися і почекає, поки ажіотаж спаде сам по собі. Сьогодні вже зрозуміло, що біржовий ажіотаж сам по собі не спадає й неминуче веде до кризи, але в 1929 р. це розуміли, мабуть, не всі.

На посаді Стронга після його смерті опинився Джордж Харрісон, також прихильник пасивної політики. І хоча в правлінні ФРС більшість членів виступали за підвищення ставки до 7 %, єдності в думках не було. У березні 1929 р. обсяг брокерських кредитів досяг 7 млрд доларів. Попит на ці кредити зростав із побоювання, що ФРС може в будь-який момент змінити ставку, і брокерські кредити давалися іноді навіть під 20 %. Тому якби ФРС підняла ставку до 7 %, це навряд чи дало б помітний результат — момент вже був упущений. А на підвищення ставки до 10–15 % ніхто не наважувався, тому що це могло б призвести до загальної економічної депресії.

¹²⁰¹ Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97: 1932–1934. — Washington, DC, 1934. — P. 9–10. — <http://www.fraser.stlouisfed.org>

У лютому 1929 р. Банк Англії підвищив ставку з 4,5 до 5,5 %, щоб скоротити відтік золота в США, і це на час зупинило зростання цін на американському ринку акцій. У березні відзначалося тимчасове зниження цін — 25 березня популярні цінні папери компаній Wright Aero, American Railways Express, Commercial Solvents упали в ціні на 10–12 пунктів. Зниження тривало у наступні дні, а професійні біржові гравці почали продавати акції.

Можливо, на цьому бум міг би закінчитися, хоча це мало ймовірно — подібно до нариву, біржовий пузир, почавши роздуватися, не спаде сам по собі, поки не настане криза. Але 26 березня Чарльз Мітчелл, представник National City Bank, виступив із заявою, що банк продовжить видавати кредити, потрібні для стабілізації ринку, оскільки «ніхто не зацікавлений у зниженні цін на акції», і готовий виділити на це 25 млн доларів. А спроби ФРС послабити бум і регулювати ринок критичували як такі, що гальмують «зростання процвітання»¹²⁰².

Мітчелл своєю заявою врятував ринок, і бум тривав. Щоденний обсяг операцій на Нью-Йоркській біржі перевищив 4 млн акцій. Рівні цін, що відображали співвідношенням «ціна/прибуток», були неймовірно високими: для акцій Alleghany Corporation — 108, Goldman Sachs Trading Corporation — 129, Columbia Gramophone — 129, Cities Services — 165, National City Bank — 120¹²⁰³.

Фінансові пули

Під час буму на ринку акцій 1920-х років улюбленою стратегією біржових гравців стало використання фінансових пулів — тимчасових об'єднань банкірів, брокерів або професійних трейдерів для операцій з певним цінним папером або групою паперів. Ідея використання пулів була пов'язана із синдикатами, особливо популярними в «епоху Моргана» на початку XX ст.

¹²⁰² Lawrence J. S. Wall Street and Washington / J. S. Lawrence. — Princeton: Princeton University Press, 1929. — P. 3.

¹²⁰³ Wigmore B. The Crash and Its Aftermath: A history of Securities Markets in the United States, 1929–1933 / B. Wigmore. — Westport, Conn.: Greenwood Press, 1985. — P. 28.

У першій половині 1920-х років, коли обсяги випуску цінних паперів швидко збільшувалися, інвестиційні банки почали широко використовувати створення синдикатів, які забезпечували акумуляцію капіталів і первинне розміщення цінних паперів. У синдикатах використовувалися неформальні зв'язки між учасниками (такі зв'язки існували між Bank of Morgan, City Bank, First National Bank, а також в інших синдикатах).

Зазвичай банк, який організував підписку на певні цінні папери, мав ділитися 25 % прибутку від операції з іншими банками — учасниками синдикату, що забезпечувало їм чималий дохід. Коли якась компанія або уряд іншої країни планували випустити облігаційну позику для залучення капіталів, інвестиційний банк формував синдикат з декількох дружніх банків. Синдикат викупував усі цінні папери даної емісії, а потім розподіляв їх між членами синдикату. А ті вже продавали папери інвесторам. Зазвичай андерайтери виділяли учасникам синдикату більше облігацій, ніж було насправді випущено. Це створювало видимість масовості випуску, підвищувало попит і ціни за рахунок ілюзії завищеної надійності випущених паперів.

У другій половині 1920-х років, коли на ринку стали домінувати акції, поширилася практика створення інвестиційних пулів. Ініціаторами зазвичай були трейдери Нью-Йоркської біржі. Вибравши папери, на яких можна було отримати прибуток, біржові трейдери створювали тимчасове об'єднання інвесторів — пайовий фонд (пул) з метою маніпулювання цінами певних паперів. Як правило, пули існували недовго, а справжню мету їхнього створення (гра на підвищення або зниження певних паперів) знали тільки члени пулу або деякі з них. Інвестори, що вклали свої паї в пул, довіряли досвіду управляючого таким пайовим фондом. У той час трейдери чітко розрізняли приховане маніпулювання цінами й грубий прямий вплив на них. За словами знаменитого біржовика Едвіна Лефевра, який прославився ще на початку XX ст., маніпулювання цінами є впливом на ринок з метою придбання акцій за найнижчою ціною¹²⁰⁴.

¹²⁰⁴ Lefevre E. *Reminiscences of a Stock Operator* (1923) / E. Lefevre. — N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. — P. 233.

Два найвідоміші пули були організовані наприкінці 1920-х років для первинного розміщення акцій Anaconda Copper Company і Radio Corporation of America. У розміщенні акцій Anaconda Copper взяла участь National City Company (декілька директорів цієї компанії були одночасно директорами Anaconda Copper). Управляючими цим пулом стали два відомі в Нью-Йорку біржові трейдери — Томас Брегг і Бен Сміт. До початку підписки ціни на мідь на світових ринках були нестабільними. За чутками, у Чилі (де Anaconda Copper добувала сировину) ціни на мідь почали падати, але це не заважало пулу вдало провести розміщення і підняти ціни на акції. Потім ціни стало все важче утримувати, але учасники пулу вже одержали свій прибуток. Акції продали за підвищеною ціною, після чого пул ліквідували.

Ініціатором створення пулу RCA був Майкл Міхан, друг голови корпорації, добре обізнаний із її діяльністю. Міхан вважав, що ціна на акції надто низька. Управляючим цим пулом став Девід Сарнофф, а метою пулу були заявлені короткотермінові придбання та продаж акцій. Потім, як завжди при створенні пулів, засновники звернулися до обмеженого кола інвесторів із пропозицією приєднатися до пулу. Серед учасників пулу були Джон Раскоб, фінансовий директор General Motors (1 млн доларів), Уолтер Крайслер з автомобільної компанії Chrysler (0,5 млн доларів), Білл Дюран (0,4 млн доларів), а також дружини Майкла Міхана (1 млн доларів) і деяких інших учасників (імена дружин використовували для прикриття). Загалом пул зібрав 12 млн доларів. Були організовані публікації в газетах, ціна акцій швидко зросла з 81 до 92 доларів, а незабаром перевищила 100 доларів. Гра на підвищення дала результати й принесла учасникам пулу прибуток 5 млн доларів, після чого пул одразу ліквідували, поки акції не почали падати¹²⁰⁵.

¹²⁰⁵ Gordon T. The Day the Bubble Burst: a social history of the Wall Street crash of 1929 / T. Gordon, M. Morgan-Witts. — N. Y.: Penguin Books, 1980. — P. 122.

*Інвестиційні трастові компанії
під час буму 1920-х років*

Під час буму 1920-х років особливо поширилися інвестиційні трастові компанії (схожі на взаємні фонди кінця ХХ ст.), які стали посередниками між індивідуальними інвесторами та ринком цінних паперів. Такі компанії вперше з'явилися у Великій Британії й до початку ХХ ст. вони вже мали велику популярність, зокрема в США. Інвестиційні трасти використовували вклади дрібних інвесторів для придбання акцій і подальшого управління ними. При цьому інвестор мав можливість диверсифікації свого портфеля, крім того йому забезпечували професійний підбір цінних паперів.

Розширення системи інвестиційних трастів прискорило залучення заощаджень на ринок акцій прибуткових компаній, але водночас це ще більше завищувало ціни на акції та стимулювало поширення практики придбання акцій у кредит. Кількість ризикованих незабезпечених кредитів досягла критичної маси, наближаючи крах 1929 р.

Для виробничих компаній у США існували ліміти на обсяги капіталу, який компанія могла одержати за допомогою емісії акцій. А обсяг цінних паперів, пропонованих інвестиційним трастом для продажу, майже не залежав від кількості та вартості акцій трасту, що перебували в обігу. Тому інвестиційна трастова компанія випускала власних акцій набагато більше, ніж купувала чужих, а отриманий від продажу акцій прибуток використовувався або для спекулятивних операцій із цінними паперами, або розподілявся між власниками трастової компанії.

На початку 1920-х років у США було не більш сорока інвестиційних трастових компаній. Але незабаром їхня популярність почала швидко зростати, особливо після появи статей у пресі про вигідність і прибутковості трастів у Великій Британії. На початку 1927 р. у США було вже 160 інвестиційних трастових компаній, а до кінця цього року — близько 300¹²⁰⁶.

¹²⁰⁶ Investment Trusts and Investment Companies. Part 1. Report of the Securities and Exchange Commission. — Washington, 1939. — P. 36.

Популярність трастових компаній зростала, незважаючи на випадки зловживань і шахрайства. Одним із таких шахраїв був знаменитий італієць Чарльз Понці (1882–1949), який прославився в 1920 р. як творець «схеми Понці» і однієї зі скандальних фінансових пірамід. У Бостоні він заснував інвестиційний траст із екзотичною назвою Old Colony Foreign Exchange Company. Офіційно метою компанії були операції з міжнародними купонами для відповіді¹²⁰⁷, що надавало можливість отримати прибуток від різниці курсів валют. Насправді мета Понці була простою та банальною — зібрати якнайбільше грошей і вчасно вийти із гри. За кожні 10 доларів, вкладених мінімум на 90 днів, реклама обіцяла 50% прибуток. Інвесторам розповідали, що гроші збирають для придбання великої поштової компанії International Postal Union, а діяльність трасту Понці повністю легальна. Тому ті, хто вклав свої капітали, швидко розбагатіють. Незабаром компанія одержувала по 1 млн доларів щотижня, акуратно сплачувала дивіденди більш раннім інвесторам із нових надходжень. Сам Понці почав купувати вілли та елегантні автомобілі, демонструючи свою респектабельність, але в серпні 1920 р. двері офісу компанії зненацька для вкладників виявилися зачиненими.

Перевірка виявила заборгованість 7 млн доларів, а капіталів на рахунках було лише 4 млн, після чого Понці заарештували. Компанію визнали банкрутом 25 жовтня 1920 р., а самого Понці засудили. Казали, що він привласнив 15 млн доларів, з яких повернути інвесторами вдалося лише 200 тисяч. Після цього скандалу Понці став типовим зразком того, як можна створити свідомо дутий інвестиційний траст, платити старим інвесторам дивіденди із грошей, що надходили від нових і одержувати на цьому чималий прибуток¹²⁰⁸.

Спершу діяльність американських інвестиційних трастів дещо відрізнялася від британських. Менеджери англійських

¹²⁰⁷ Міжнародний купон для відповіді (international reply coupon) надає можливість тому, хто його придбав, надіслати адресату в іншій країні лист разом з оплатою вартості пересилання іншого листа з відповіддю. Завдяки цьому купону всі поштові витрати покриває відправник. Під час відправлення листа купон обмінюється на певну кількість поштових марок.

¹²⁰⁸ Після виходу Понці з в'язниці в 1934 р. його депортували в Італію, де він приєднався до послідовників Муссоліні, отримавши посаду в уряді. Потім доля занесла його в Ріо-де-Жанейро, де він помер у 1949 р.

трастів могли інвестувати отримані капітали на свій розсуд і не були зобов'язані розкривати подробиці операцій клієнтам. В американських трастових компаніях на початку 1920-х років інвестори могли вибрати об'єкти інвестування лише з тих цінних паперів, якими оперував траст.

Однак незабаром таку практику забули, і під час акціонерного буму кінця 1920-х років інвестиційні трасти найчастіше продавали клієнтам власні цінні папери (як правило, прості акції). Плани щодо подальшого інвестування капіталів уже ніхто нікому не розкривав, а можливості клієнтів отримувати таку інформацію були обмежені тим, що придбані ними прості акції не мали права голосу. Іноді від клієнтів під час придбання акцій брали розписку про те, що вони передають право голосу за акціями колегіальному органу, який фактично контролювався менеджерами трастової компанії.

Акції інвестиційних трастових компаній тривалий час вважали надто ризикованими, тому вони не допускалися на Нью-Йоркську біржу. Ці акції з'явилися там у котируваннях лише в 1929 р., але й тоді від трастових компаній вимагали розкриття інформації про всі їхні акції, а раз на рік мали проводити повну інвентаризацію їхнього інвестиційного портфеля. Проте ці вимоги не зупинили зростання популярності таких компаній. Вони знайшли просте рішення — їхні акції торгувалися переважно на Бостонській, Чиказькій та інших біржах, де таких вимог не було.

Менеджери трастових компаній зазвичай ухилялися від розкриття будь-якої інформації, посилаючись на те, що це комерційна таємниця, а її розголошення створить нездоровий ажіотаж на ринку. Незважаючи на таке ухилення від розкриття інформації, акції інвестиційних трастових компаній мали стабільно великий попит, особливо в 1929 р.

У 1927 р. банк Lazard Freres став ініціатором створення першого в США закритого взаємного інвестиційного фонду General American Investors Company з метою андеррайтингу та операцій з будь-якими цінними паперами, американськими та іноземними. Основними учасниками фонду стали банки Lazard Freres і Lehman Brothers. А 15 жовтня 1929 р. створили ще один фонд — The Second General American Investors Company. Потім 5 вересня, незадовго до «Великого краху» 1929 р., два фонди злилися в один із капіталом 33 млн доларів.

У 1928 р. заснували 186 нових трастових компаній, а на початку 1929 р. щодня з'являлося в середньому по одній такій компанії. Під кінець року кількість зареєстрованих трастів досягла 265, обсяг проданих ними цінних паперів зріс із 400 млн доларів наприкінці 1927 р. до 3 млрд доларів у 1929 р. До осені 1929 р. в обіг випустили цінних паперів трастів уже на 8 млрд доларів. Порівняно з початком 1927 р. їхній обсяг зріс більше ніж удесятеро. Засновниками трастів були не тільки інвестиційні й комерційні банки, брокерські фірми та приватні особи, а й інші трастові компанії. Це створювало складні й заплутані багатоступеневі схеми, підвищуючи загальну нестабільність ринку¹²⁰⁹.

Однією з причин швидкого зростання популярності інвестиційних трастових компаній було те, що вони пропонували публіці такі акції, які інакше були недоступними для масових інвесторів. Ціни на подібні акції були надто високими для того, щоб дрібні інвестори могли придбати хоча б одну. А завдяки участі в інвестиційному трасті інвестори могли отримати право часткової власності на таку акцію.

Загалом для другої половини 1920-х років була характерна консолідація ринку — великі холдингові компанії поглинали дрібних емітентів акцій. Найвідомішими з таких холдингів були створені Морганом United Corporation (що об'єднала комунальні підприємства) і залізничний холдинг Alleghany Company.

Багато великих емісій акцій після 1927 р. були випусками холдингів, особливо поширених у виробництві побутової електротехніки. Ці випуски одразу після емісії повністю викупали інвестиційні трасти, що сприяло загальному підвищенню цін на ринку акцій наприкінці 1920-х. Директори холдингів визначали для інвестиційних трастів ціну акцій нижче, ніж під час відкритого продажу, і завдяки цьому швидко продавали всю емісію. Подальша доля цих акцій на ринку та динаміка їхніх цін емітента вже не цікавили.

Інвестиційні трасти, поширюючи ці акції серед інвесторів, для прискорення продажів брали для оплати не тільки гроші, а й звичайні акції промислових підприємств. Багато індивідуальних інвесторів не розуміли сутності цієї хитрої рин-

¹²⁰⁹ Investment Trusts and Investment Companies. Part 3. — Washington, 1939. — Chapter 1. P. 3–4; Chapter 2. P. 37.

кової стратегії. Вони не замислювалися над тим, що обмінюють акції, за якими найчастіше стояли реальні активи, на акції інвестиційних трастів, забезпечені лише іншими акціями. Доповнювалася ця картина тим, що значна частина капіталів інвестиційних трастових компаній була взагалі взята в кредит.

У 1920-ті роки було багато інвестиційних трастів і компаній, які управляли портфелями цінних паперів. Але лише невелика їхня частина була надійними й престижними (організаторами найбільш відомих і солідних інвестиційних трастів були компанії J. P. Morgan і Goldman Sachs), а більшість мали сумнівну якість.

Напередодні краху

Перші банкрутства почалися ще навесні 1929 р., хоча вони не привернули уваги. Улітку бум ще тривав, охопивши навіть не дуже активні ринки в Бостоні та Сан-Франциско (там торгувалися переважно акції, що не котирувалися на Нью-Йоркській біржі). Ажіотаж на ринку акцій продовжував приваблювати капітали, і гроші в акції вкладали корпорації та банки.

Увесь 1929 р. на ринку цінних паперів тривав підйом, що досяг максимуму у вересні, коли ринок став повністю спекулятивним. Акції компаній зі стабільно високим доходом (таких як General Motors) уже не були фаворитами. Найбільш затребуваними стали акції зі швидко зростаючими котируваннями — RCA, General Electric, Montgomery Ward та інші.

Брокерські кредити на придбання цінних паперів (незважаючи на звичайну досить високу ставку 10 %) збільшувалися з неймовірною швидкістю, на 400 млн доларів щомісяця. До кінця літа загальний обсяг таких кредитів перевищив 7 млрд доларів, а до жовтня 1929 р. досяг безпрецедентного максимуму 9,2 млрд доларів — близько 10 % ВВП (із них 8,6 млрд доларів припадало на Нью-Йоркську біржу)¹²¹⁰. Брокерські компанії навіть почали використовувати модний тоді радіозв'язок, щоб у серпні 1929 р. відкрити свої філії на борті

¹²¹⁰ Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. — Berkeley: University of California Press, 1986. — P. 100; Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. — Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. — P. 14.

великих океанських лайнерів — «Левіафан», «Іль-Де-Франс» та інших. Тепер біржова гра могла тривати навіть під час плавання через океан.

Стрімке зростання брокерських кредитів було пов'язане з відтоком золота з Європи в США. Через бум на ринку акцій іноземні інвестори продовжували купувати американські цінні папери. Крім Європи значний потік капіталів, що вкладалися на ринку брокерських кредитів, йшов з Латинської Америки.

Відбувалося те саме, що у Великій Британії, — американський ринок цінних паперів брав капітали з короткотермінових депозитів, вкладених на ринку онкольних брокерських кредитів. А потім надавав ці капітали як довготермінові кредити іноземним урядам і компаніям. Така схема була вірною ознакою наближення фінансового краху, неминучого в тому разі, якщо іноземні вкладники почнуть виводити свої капітали з американського ринку онкольних брокерських кредитів.

Щоб заспокоїти розігрів ринку, Федеральний резервний банк Нью-Йорка 8 серпня 1929 р. підняв процентну ставку з 5 до 6 %, але це вже не могло суттєво вплинути на ситуацію — біржові спекулянти легко знаходили капітали на ринку брокерських кредитів під 10 %, і це було для них однаково вигідно. Зростання американського ринку цінних паперів тривало; він висмоктував капітали всього іншого світу, спокушаючи можливістю швидко отримати прибуток. Водночас посилювався відтік золота з інших країн у США, що збільшувало глобальний дисбаланс.

Багато великих учасників ринку цінних паперів усвідомлювали наближення краху і почали позбаватися своїх портфельів. Серед них були Оуен Юнг, який терміново продав паперів на 2,2 млн доларів, Томас Ламонт, Бернард Барух, Джон Раскоб, Джозеф Кеннеді та багато інших. Але багато менш досвідчених гравців перебували в стані біржового азарту і не замислювалися над тим, до чого йде справа.

Ажіотаж тривав до початку вересня. Обсяги угод продовжували зростати, і 3 вересня були проведені операції з рекордною кількістю акцій — 4 438 910. Але 5 вересня почалося падіння курсів. Поштовхом до цього став виступ на національній економічній конференції Роджера Бебсона (1875–1967), відомого бізнесмена й директора ряду корпорацій. Він заявив, що наближається грандіозний біржовий крах, після якого

настане тривала економічна депресія. За словами Бебсона, на наближення краху вказує те, що «група найбільш прибуткових акцій усе більш скорочується», «крах наближається... і він може бути жакливий», індекс Доу-Джонса «знизиться на 60–80 пунктів», заводи закриватимуться, а людей звільнятимуть. Більш досвідчені інвестори «уже розплатилися з боргами й уникали будь-яких сумнівних операцій, передчуваючи наближення краху ринку акцій»¹²¹¹.

І справді, коли індекс Доу-Джонса досяг 3 вересня найвищого рівня — 381, серед 826 найменувань акцій, що котирувалися на біржі, максимально високі курси були лише в 19 акцій, а в 30 % акцій курси вже знизилися в середньому на 20 %.

Щоб заспокоїти публіку і применшити похмурість прогнозу Бебсона, «Нью-Йорк Таймс» на тій самій сторінці опублікувала спростування Ірвіна Фішера, професора економіки Єльського університету. «Ціни на акції не такі вже й високі, а Уолл-стріт не загрожує нічого, що нагадувало б крах»¹²¹². Ще Фішер заявив, що, хоча деяке зниження цін на акції може відбутися, кризи можна не очікувати. Наступного дня стан ринку стабілізувався, а над прогнозом Бебсона іронічно глузували.

До його прогнозу мало хто поставився серйозно, тому що ринок загалом усе ще продовжував зростати. За словами Олександра Дана Ноеса (1862–1945), фінансового оглядача «Нью-Йорк Таймс», щоб «захистити ринок від паніки», країна має «достатні сили й ресурси Федеральної резервної системи... завдяки накопиченим запасам золота»¹²¹³.

А тим часом ціни акцій явно перевищили реальну вартість як мінімум на 30–40 %, і досвідчені великі біржові гравці, які стали позбуватися своїх портфелів цінних паперів, це добре розуміли. Восени 1929 р. у США, де вже декілька років тривало зниження активності в будівництві, почався загальний спад і в промисловості. Індекс промислового виробництва

¹²¹¹ Babson predicts crash in stocks // The New York Times. — 1929. — September 6. — P. 12.

¹²¹² Fisher View is Opposite, Declares No Big Recession in Market Is Due, Because inventions Are Adding to Wealth // The New York Times. — 1929. — September 6. — P. 12; Angly E. Oh, Yeah? / E. Angly. — New York: Viking, 1931. — P. 37. Критика Бебсона — P. 36, 38.

¹²¹³ Financial Markets: Last Week Reactions in Stocks and the Talk of the Future Crash // The New York Times. — September 9, 1929.

досяг свого максимуму в червні (126 пунктів), а в жовтні знизився до 117 пунктів. За інших обставин це міг би бути один зі звичайних спадів, і незабаром він міг змінитися черговим підйомом, як це було в 1927 р. Але до цього часу спекулятивний пузир уже був надмірно роздутий, тому поштовхом до початку кризи могло стати будь-яке більш-менш значне банкрутство.

Таким поштовхом стала інформація про банкрутство 19 вересня 1929 р. англійського фінансиста Кларенса Хатрі. З одного боку, це був суто британський скандал, який не мав прямого впливу на американський ринок цінних паперів. Але британські інвестори, які після краху Хатрі мали збитки близько 70 млн доларів, потребували грошей і почали масово продавати великі пакети американських цінних паперів. А це підштовхнуло до падіння ціни на них. Важко сказати, наскільки скандал із Хатрі прискорив і без того назрілий біржовий крах у США. Але його банкрутство, як і зв'язок Хатрі з інвестиційними трастами, значно похитнули загальну довіру до стабільності американського фінансового ринку.

Протягом наступного місяця на ринку цінних паперів відзначалися коливання курсів, і ринок демонстрував загальну нестабільність із тенденцією до зниження. Особливо дивною і недоречною стала чергова заява Ірвіна Фішера 15 жовтня про те, що біржові ціни на акції зараз стабільні як ніколи¹²¹⁴.

А 19 жовтня Томас Ламонт із J. P. Morgan, який сам давно вже продав великий портфель цінних паперів, надіслав президенту Гуверу ще більш недоречне послання на 18 сторінках, де він намагався довести, що чутки про біржові спекуляції акціями сильно перебільшені, а самі спекуляції навіть корисні для публіки, тому що привчають її купувати акції. «Майбутнє бачиться мені прекрасним» (The future appears brilliant) — такими словами завершував своє послання Ламонт.

Важко сказати, що це було — разюче нерозуміння ситуації (малоймовірне для Ламонта, досвідченого фінансиста) або ж усвідомлена маніпуляція. Президент Гувер оцінив недоречність послання Ламонта, отриманого на межі краху, напи-

¹²¹⁴ Fisher Sees Stocks Permanently High // The New York Times. — 1929. — October 16.

савши на листі резолюцію «This document is fairly amazing» — «Цей документ дуже дивний»¹²¹⁵.

Того ж дня, 19 жовтня, курси акцій на біржі почали падати. Ситуація погіршувалася з кожним днем — все більше інвесторів розуміли, що акції потрібно продавати. Але це вже було не так просто зробити. У середу 23 жовтня на ринку цінних паперів почалися масові продажі. Загалом продали 2,6 млн акцій, і ціни на них продовжували знижувалися.

Біржовий крах 1929 р.

Крах ринку відбувся в «чорний четвер» 24 жовтня 1929 р., коли на продаж виставили 12 млн акцій, які вже ніхто не хотів купувати. На біржі почалася паніка, незабаром перед біржею на Уолл-стріт зібралася юрба і туди направили поліцію для дотримання порядку. «На біржі було невелике занепокоєння, спричинене продажами», але «ситуацію можна виправити», — обтічно заявив у цей день Ламонт¹²¹⁶.

У Вашингтоні Рада ФРС обговорювала можливі шляхи допомоги ринку. А в Нью-Йорку в головному офісі банку Морган зібралися найвпливовіші банкіри. Серед них були Томас Ламонт із Bank of Morgan, Альберт Віргін із Chase National Bank, Чарльз Мітчелл і Джордж Бейкер із First National Bank, керівники Bankers Trust Company і Guaranty Trust Company of New York. Учасники зустрічі вирішили витратити для підтримки ринку цінних паперів велику суму грошей. Зазвичай говорять про 130 млн доларів, хоча за чутками ця сума була більшою.

Річард Уітні, президент Нью-Йоркської біржі NYSE, демонстративно в присутності багатьох учасників біржових торгів зробив перше замовлення на великий пакет акцій US Steel, щоб таким чином спробувати зупинити падіння цін. Пул провідних банкірів найбільше підтримував, крім US Steel, акції AT&T, Anaconda Copper Company, General Electric, New

¹²¹⁵ Lamont E. M. The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography / E. M. Lamont. — N. Y.: Madison Books, 1994. — P. 266–268.

¹²¹⁶ Financiers Ease Tension // The New York Times. — 1929. — October 29.

York Central Railroad — усі ці компанії так чи інакше були пов'язані з Морганамі.

Однак масові продажі та зниження курсів тривали у наступні дні. У «чорний понеділок» 28 жовтня почалася нова хвиля масових продажів — 9 млн акцій. Індекс Доу-Джонса знизився за один день на 40 пунктів, а збитки від падіння курсів акцій досягли 14 млрд доларів. Серед виставлених на продаж акцій лідирували папери RCA (їх ціна впала за день на 30%) і US Steel (падіння на 15%).

На позабіржовому ринку лідером продажів стала компанія Cities Services, акції якої впали в ціні за день на 40%. Загальна ринкова вартість акцій за один тільки день в «чорний понеділок» скоротилася на 14 млрд доларів. Але найтривожнішим було те, що від великих пакетів акцій почали позбуватися брокери, які купили папери за допомогою онкольних кредитів. Через це під загрозою опинилися великі банки, які видавали брокерські кредити для операцій на біржі із цінними паперами.

У «чорний вівторок» 29 жовтня було встановлено новий рекорд продажів — 16 млн акцій, а індекс Доу-Джонса знизився на 80 пунктів. Біля біржі знову зібралася величезна юрба. За словами кореспондента «Нью-Йорк Таймс», у повітрі відчувався настрій втрачених надій¹²¹⁷.

Навіть у такий драматичний момент деякі великі гравці намагалися нажитися на тому, що пул банкірів для стабілізації ринку скуповував акції основних компаній. Один із учасників пулу, Альберт Уїггін з Chase National Bank, близько місяця після початку краху вів гру на зниження, збиваючи ціни на певні акції, щоб потім скуповувати їх за зниженою ціною і продавати банкірському пулу. Маскуючи свої операції через підставні канадські фірми, Уїггін продав пулу 5000 акцій, а загальний його прибуток від гри на зниження досяг 4 млн доларів (від сплати податків на прибуток Уїггін зумів ухилитися). Згодом ця історія набула скандального розголосу, сильно підірвавши у сприйнятті суспільства репутацію банкірів і ринку цінних паперів загалом.

Коли після «чорного четверга» почався обвал цін на акції однієї з найпопулярніших на ринку Anaconda Copper

¹²¹⁷ Crowd See Market History Made // The New York Times. — 1929. — October 30.

Companу, учасники пулу, який продавав ці акції (зокрема Раскоб, Дюран та інші), мали величезні збитки. Про те, що акції компанії пул купував за гарантовано зниженими цінами, до початку краху мало хто знав. Коли цей факт став відомим, він особливо обурих біржових трейдерів. Адже вони працювали до початку краху із цими акціями, забезпечуючи надприбутки керівництву пулу. Трейдери вирішили помститися банкірам-мільйонерам і, незважаючи на загальний обвал ринку, почали гру на зниження акцій Anaconda Copper Companу, продаючи їх за безцінь. Незабаром така гра на зниження стала улюбленим способом помсти на американському ринку цінних паперів, який швидко розпадався.

Дії ФРС у ці критичні дні були ще менш ефективними, ніж банкірського пулу. У «чорний четвер» ФРС обговорювала питання про зниження облікової ставки, але рішення так і не змогли ухвалити. Ставало очевидним, що масштаб краху настільки великий, що жодна фінансова група не здатна запобігти руйнуванню ринку.

Федеральний резервний банк Нью-Йорка вклав у ринок цінних паперів 65 млн доларів для підтримання курсів. Крім того, банк просив дозволу придбати державні цінні папери ще на 200 млн, але в такий критичний момент у банку виникли тривалі та зовсім недоречні в цей час суперечки із правлінням ФРС щодо того, чи має банк повноваження робити такі інтервенції.

Федеральний резервний банк Нью-Йорка тільки за один останній тиждень жовтня 1929 р. удвічі збільшив пакет державних облігацій, придбавши їх на 150 млн доларів, а також врахував на 200 млн доларів векселі банків — членів ФРС. Це було зроблено, щоб запобігти повному колапсу ринку державних облігацій, а також трохи полегшити становище нью-йоркських банків. Адже ті планували перевести на себе частину брокерських кредитів, повернення яких вимагали небанківські кредитори.

Загалом банки, які входили до ФРС, за цей тиждень збільшили депозити на 10 млрд доларів. А процентну ставку знизили з 6 до 4,5 %. У такий дещо дивний під час кризи спосіб хотіли за будь-яку ціну, навіть із використанням резервних фондів, забезпечити роботу біржі. І хоча ФРС часто дорікали за стиснення грошової маси після біржового краху 1929 р., насправді адміністрацію Гувера не можна звинувачувати

у бездіяльності. Адже вона намагалася зробити все можливе для стабілізації ситуації.

Однак всі ці інтервенції вже мало чим могли допомогти ринку. Курси акцій падали, а всі, хто раніше надавав ринку капітали для брокерських кредитів (в основному це були компанії з надлишком готівки та іноземні інвестори, приваблені високими відсотками), пішли з ринку. Після цього було відкликано близько 25 % брокерських кредитів на 2 млрд доларів¹²¹⁸.

У перший тиждень краху збанкрутувала велика кількість дрібних інвесторів, а другого тижня настала черга більших. Серед учасників ринку найслабшою ланкою виявилися інвестиційні трастові компанії, що неважко було передбачити.

Тривалий час підтримувався міф про те, що під час кризи 1929 р. був пік самогубств, однак цифри показують, що це не так. У 1925 р. на 100 тис. населення кількість самогубств у США становила 12,1%; у 1929 р. — 14,0%; у 1930 р. — 15,7%; у 1931 р. — 16,8%; у 1932 р. — 17,4%; у 1933 р. — 15,9%. Отже, їхній пік припадав не на 1929 р., а на 1932 р., час Великої депресії¹²¹⁹.

Надходили пропозиції закрити повністю біржу, але до цього не дійшло. У наступні декілька днів нью-йоркські банки об'єднали свої зусилля й скупили портфелі брокерських кредитів більше ніж на 1 млрд доларів. Завдяки цьому біржовий крах 1929 р. (одинадцятий у США після 1869 р.) вперше не спричинив одразу банківську кризу. Втім, це було лише питання часу — така криза почалася пізніше. А збитки після «Великого краху» були величезними — втрати на вартості акцій досягли 50 млрд доларів, близько половини ВВП США.

Багато хто тоді вважав, що дії ФРС були загалом ефективними, оберігаючи фінансову систему від загальної деморалізації, сподіваючись, що завдяки цьому через місяць-два ситуація стабілізується і все повернеться до норми. Наприкінці 1929 р. один із керівників ФРС Рой Янг заявляв, що потрібно дати можливість ринку «добре пропотіти», після чого «процес ліквідації» нестабільних компаній «забезпечить достаток грошей».

¹²¹⁸ Josephson M. The Money Lords: The Great Finance Capitalists, 1925–1950 / M. Josephson. — N. Y.: Weybright and Talley, 1972. — P. 82.

¹²¹⁹ Докладніше див.: Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. — Минск: Попурри, 2009. — С. 173–175.

Але Федеральний резервний банк Нью-Йорка та його керівник Дж. Харрісон почали масштабну програму вливання грошей у фінансовий ринок, продовжуючи знижувати ставку з 6 до 4,5% у лютому 1930 р. і до 2% наприкінці 1930 р. Втім, хоча Федеральний резервний банк і придбав державних облігацій на 218 млн доларів, численні банкрутства призвели до значного скорочення всіх кредитних операцій інших банків¹²²⁰.

Паніка тривала до середини листопада, а швидкість падіння ринку в 1929 р. нагадувала кризи 1873 і 1907 рр., хоча загальні масштаби біржового краху були значно більшими, як і масштаби наступного економічного спаду — Великої депресії. Адже вона тривала протягом 1930-х років, коли на ринку цінних паперів почався тривалий період зниження активності.

Незабаром після кризи Гувер заявив, що падіння цін акцій почалося через спекулятивні операції тих біржових гравців, хто продавав їх на термін без покриття. Гувер примусив Річарда Уітні, який керував Нью-Йоркською біржею, заборонити надалі кредитування угод без покриття. Ця заборона набула чинності наприкінці 1931 р., але не зупинила падіння цін акцій та інших паперів.

Сам по собі біржовий крах 1929 р. був черговою циклічною кризою на ринку цінних паперів. «Навряд чи хтось буде заперечувати наявність економічних циклів, хоча їхня регулярність часто перебільшується», — відзначав У. Мітчелл ще в 1923 р.¹²²¹. Наприкінці 1920-х років сформувалися всі умови, характерні для буму на ринку цінних паперів, — технологічні інновації в автомобільній, електро- і радіотехнічній промисловості, завищені очікування прибутковості акцій нових і швидко зростаючих компаній, надлишок вільних капіталів, дешевий доступний кредит, можливість придбання цінних паперів у кредит через посередників.

¹²²⁰ Anderson B. M. *Economics and the Public Welfare* / B. M. Anderson. — N. Y.: Laissez Faire Books, 1949. — P. 222–223.

¹²²¹ Mitchell W. C. *Business Cycles and Unemployment: Report and Recommendations of a Committee of the President's Conference on Unemployment, Including an Investigation Made Under the Auspices of the National Bureau of Economic Research* / W. C. Mitchell. — New York: McGraw-Hill, 1923. — P. 6.

Усе це стимулювало вихід на ринок великої кількості нових недосвідчених інвесторів, які посилювали загальний азіотаж. Сьогодні вже очевидно, що крах 1929 р. став наслідком одного з найбільших спекулятивних пузирів на ринку акцій. Бум, який передував кризі, як і сама криза, мали суто фінансову природу і були мало пов'язані з реальним станом економіки.

Уже багато десятиліть тривають дискусії про причини кризи 1929 р. і обговорюється, чому ця криза була настільки гострою, а спричинена нею депресія — такої глибокою. Найчастіше причиною кризи називають доступність кредитів, яка зросла в США після повернення до золотого стандарту в Англії, початку відтоку британського золота на американський фінансовий ринок, а також зниження на прохання британської сторони процентної ставки в США.

Однак це пояснення недостатнє, тому що в історії відомі періоди і нижчих ставок, і дешевших кредитів, але самі по собі вони стали причиною такого масштабного біржового буму і настільки глибокого краху. Тому причина краху 1929 р. у США комплексна і пов'язана з поєднанням декількох різних чинників.

Технологічні інновації 1920-х років стимулювали роздування пузиря на ринку акцій автомобільних і радіотехнічних компаній. Бум посилювався завдяки низьким процентним ставкам і дешевим кредитам, а також поширенню інвестиційних трастових компаній і масової практики брокерських кредитів. Ще одним чинником були загальносвітові процеси перетікання капіталів до США. Це було пов'язано з боргами Першої світової війни, із проблемою німецьких репарацій та зі спробами зберегти золотий стандарт.

Так виникав глобальний дисбаланс між військовими боргами європейських країн перед США і зростанням експорту капіталів зі США, коли американські кредити почали видавати для реструктуризації й часткового погашення військових боргів. Цей дисбаланс доповнювався також глобальним дисбалансом золотих запасів, які скорочувалися в Європі та збільшувалися в США. Поєднання всіх цих чинників зробило акціонерний бум у США особливо бурхливим, а крах 1929 р. — особливо драматичним.

Можна сперечатися про те, що саме наблизило початок кризи (одним із таких поштовхів безперечно було банкрут-

ство Кларенса Хатрі в Лондоні), але це має другорядне значення — коли криза дозріла й ринок перебуває на межі краху, таким поштовхом може стати будь-яка дестабілізаційна подія.

Сама по собі біржова криза, яка поклала кінець «бичачому ринку» 1920-х років, тривала не дуже довго й закінчилася в листопаді 1929 р., коли ринок цінних паперів повернувся до стану 1928 р., втративши за два місяці 40 % вартості.

Незважаючи на масштабність втрат, наслідки краху багатьма сприймалися досить оптимістично (якщо, звичайно, таке слово взагалі доречне). Більшість американців наприкінці 1929 р. не передбачали, що біржовий крах може перерости в депресію 1930-х років, і сприймали крах лише як чергову кризу, одну з багатьох, яка розіграла спекулянтів і оздоровила біржу¹²²².

Події 1929 р. у Штатах показали, що під час краху ФРС не здійснила якихось справді активних дій. Хоча в принципі центральний банк, функції якого виконувала ФРС, міг би захищати від фінансових криз як кредитором останньої інстанції. Замість грошово-кредитної експансії ФРС обмежила умови кредитування, що призвело лише до посилення проблем. З 1929 по 1933 р. грошова маса значно скоротилася, і це спричинило кризу ліквідності та обмеження кредитного ринку.

Таким чином біржовий крах 1929 р. спричинив банківську кризу початку 1930-х років, а потім почалася загальна економічна й фінансова депресія. «Ендрю Меллон, міністр фінансів президента Герберта Гувера, вважав за потрібне провести чищення фінансового сектору»¹²²³.

¹²²² Parrish M. Anxious Decades. America in Prosperity and Depression, 1920–1941 / M. Parrish. — N. Y.: W. W. Norton, 1992. — P. 220.

¹²²³ «Гувер описував Меллона як “безжалісного ліквідатора”, який не має ніякого співчуття до жертв кризи. “Ліквідуєте робочі місця, ліквідуєте акції, ліквідуєте фермерські господарства та нерухоме майно” — такими, за свідченням сучасників, були рекомендації Меллона. Він вважав, що фінансова паніка “вичистить із економічної системи всю гнилизну. Відбудеться зниження надто високого рівня життєвих стандартів. Люди стануть більше працювати й жити моральним життям”. Втім, історія не підтвердила правоту Меллона. З 1929 по 1933 р. США поринули в «найгіршу за всю їхню історію депресію. Показник рівня безробіття злетів з 3,2 до 24,9 %; більше дев’яти тисяч банків призупинили свою роботу або закрилися» (Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. — М.: Эксмо, 2011. — С. 129–130).

Після краху 1929 р. була надія, що буря, яка пронеслася над біржею, не тільки мало торкнеться економіки країни, а й справді оздоровить її, повернувши переоцінені акції з небес на землю. А капітали, які шість років відтягувала на себе біржова гра, підуть на розвиток промисловості. Ці надії були почасти обґрунтованими, тому що сьогодні вже зрозуміло, що не сам по собі «Великий крах» 1929 р. став причиною Великої депресії 1930-х років, пов'язаної з розпадом системи золотого стандарту. Крах 1929 року був лише поштовхом до початку депресії, як і не сама по собі криза 2007–2009 рр. стала причиною депресії 2010-х років. В обох випадках причини економічної депресії були комплексними і пов'язаними із чинниками глобального характеру. А фінансові кризи лише ставали поштовхом, який ставав причиною інших подій.

У 1929 р. серед основних чинників дестабілізації були збільшення нестабільності світових фінансових ринків, спричиненої розпадом золотого стандарту, і відсутністю іншої системи, здатної замінити золотий стандарт. А також, що найголовніше, відсутністю узгодженості в діях основних учасників фінансових ринків.

Крах на ринку цінних паперів, крім своїх суто економічних наслідків, повністю змінив усю ділову атмосферу в американському бізнесі. Оптимістичні надії на початок епохи процвітання (які живили готовність сміливо інвестувати капітали), змінилися настроєм невизначеності й тривоги. Після краху 1929 року бажання витратити свої гроші суттєво зменшилося і в підприємців, і в дрібних інвесторів — всі були налаштовані на збереження залишків своїх заощаджень, які значно скоротилися після краху. А коли згодом почалася масова хвиля банкрутств, більшість перестала довіряти акціям і банкам, почавши зберігати готівку. «Мій батько зміг щось продати лише через чотири місяці», — згадував Уоррен Баффет¹²²⁴.

¹²²⁴ Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. — М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. — С. 44.

Велика депресія

У квітні 1930 р. на ринку цінних паперів почалося певне по-
жвавлення. Індекс Доу-Джонса порівняно з найнижчими
показниками листопада 1929 р. зріс на 100 пунктів, стали
підвищуватися ціни на деякі облігації. Здавалося б, є ознаки
закінчення економічного спаду й початку нового підйому.
Можливо, за інших обставин саме так і сталося б. Однак ім-
пульс до підйому на ринку не було можливості підтримати,
тому у другій половині 1930 р. ситуація на ринку погіршилася
і почався його розпад. Наближалася Велика депресія.

Багато хто звинувачував президента в тому, що він не
підтримав поживлення на ринку. У 1928 р., коли Герберт
Гувер, раніше міністр торгівлі, став президентом, він був на
піку популярності, але після краху ставлення до нього почало
швидко змінюватися. У грудні 1929 р. У. Дюран заявив, що він
ще у квітні попереджав Гувера про наближення краху, але той
нічого не зробив, щоб зупинити його наближення. Подібних
заяв у той час було чимало, і багато хто намагався у всьому
звинувачувати бездіяльність Гувера і ФРС.

Сьогодні, коли минули роки, розумієш, що немає підстав
звинувачувати в чомусь Герберта Гувера. Він був енергійним
освіченим керівником, який добре орієнтувався в економіч-
них питаннях і читав книги про бізнес-цикли і кризи. Інша
справа, що він тоді мало що міг реально зробити.

Тенденція звинувачувати у всьому Гувера виникла, ма-
буть, у часи Рузвельта, відображаючи боротьбу між демо-
кратичною і республіканською партіями. Ця боротьба була
одним із прихованих чинників, які впливали на фінансову
політику в США під час кризи 1929 р. і депресії 1930-х років.

Втім, якщо Гувер так добре орієнтувався в питаннях еко-
номіки, йому ніхто не заважав прислухатися до наполегливих
рекомендацій численних економістів і хоча б накласти вето на
Закон Смута-Хоулі (The Smoot-Hawley Tariff Act). Адже коли
президент у червні 1930 р. підписав цей закон про тарифи,
це стало його основною помилкою, створивши перешкоду
для можливості нового підйому на ринку цінних паперів¹²²⁵.
Закон дозволяв обкладати митами імпортовані товари, щоб об-

¹²²⁵ Докладніше про закон Смута-Хоулі див.: Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. — М.: ИРИСЭН, 2012. — С. 347–349.

межити їхнє ввезення у США і зберегти робочі місця в умовах швидкого зростання безробіття. Однак наслідки виявилися зовсім не такими, на які розраховував Гувер і автори закону.

Протекціоністський закон Смута-Хоулі спричинив відповідну реакцію в усьому світі, він підштовхнув початок «торговельних війн». У багатьох європейських країнах унаслідок цього відбулося подальше знецінення національних валют, а вартість їхніх боргових зобов'язань знизилася через інфляцію. Усе це поглибило кризу в країнах Європи, особливо в Німеччині, підготувавши прихід до влади Гітлера.

Можна сперечатися про те, наскільки закон вплинув на стан американської економіки, але основним його наслідком стала поява подібних законів в інших країнах, зокрема у Великій Британії, Канаді, Італії, Швейцарії, Австралії, Новій Зеландії (загалом у більш ніж 20 країнах). Це обмежило можливості експорту товарів зі США, призвело до скорочення виробництва і подальшого зростання безробіття, посилюючи економічну депресію. Експорт зі США знизився на 61 % (з 5,4 у 1929 р. до 2,1 млрд доларів у 1933 р.); імпорт — на 66 % (з 4,4 до 1,5 млрд доларів)¹²²⁶.

Усе це мало серйозні наслідки — перехід більшості країн до політики протекціонізму в зовнішній торгівлі призвів до остаточної дезінтеграції світової економічної системи, для створення якої доклали стільки зусиль наприкінці XIX ст., і до остаточного відступу глобалізації часів Belle Époque.

Історія із цим законом про тарифи, який Гувер міг би не підписувати, наклавши вето (до чого його закликали радники), є прикладом того, наскільки тонкою є межа між подіями неминучими в історії фінансових ринків (такими як періодичні спади активності) і подіями випадковими. Їх могло б і не бути, але часто саме вони посилювали кризи.

Загалом, вплив «Великого краху» виявився більшим, ніж можна було спершу передбачати. Промислове виробництво продовжувало скорочуватися і тільки за жовтень 1929 р. зни-

¹²²⁶ Brown W.B. International Economics In the Age of Globalization / W. B. Brown, J. S. Hogendorn — Toronto: University of Toronto Press, 2000. — P. 246. Іноді називають ще більші цифри зниження експорту (з 7 млрд доларів у 1929 р. до 2,5 млрд у 1932 р.) та імпорту (з 5,9 до 2,0 млрд доларів) (Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 13).

зилося на 5 %, за листопад — ще на 5 %. У середині 1929 р. безробіття було на рівні 3 % (1,5 млн осіб), а на початку 1930 р. досягло вже 6 % (3 млн осіб). Зменшився і споживчий попит (на автомобілі на 25 %, радіоприймачі — на 50 %).

У 1931 р., коли світове промислове виробництво скоротилося майже на 20 %, прибутки — на 50 % і операції на ринку цінних паперів — на 50 %, найбільшим було скорочення виробництва в США — на 40 %. А кількість безробітних досягла 8 млн осіб (15 % населення).

Банківська криза 1930–1931 рр.

Після біржового краху 1929 р. банківська система була де-стабілізована, і скоро почалася перша хвиля банківської кризи. У грудні 1930 р. збанкрутував приватний Банк Сполучених Штатів (Bank of the United States), і вкладники зазнали величезних збитків. Незважаючи на пафосну назву, до уряду банк не мав жодного відношення. Його заснували Бернард Маркус і Сол Сінгер, які раніше займалися у Нью-Йорку бізнесом, пов'язаним із пошиттям одягу. Назва, а також зображення будинку Міністерства юстиції США в центральному офісі банку використовувалися для більшої солідності, щоб приваблювати клієнтів. До 1930 р. банк (який входив у систему банків ФРС) мав розгалужену мережу з 60 відділень і багатьох філій, орієнтуючись на роботу з індивідуальними вкладниками. В основному це були італійські та єврейські іммігранти, які працювали у швейній промисловості¹²²⁷. Крах

¹²²⁷ Проблеми почалися після того, як Маркус і Сінгер стали використовувати депозити клієнтів, щоб скуповувати акції власного банку. У такий спосіб вони вели гру на підвищення, щоб потім вигідно продавати власні акції. А коли акції не вдавалося продати за завищеною ціною, засновники банку продавали їх своїм дочірнім компаніям, одержуючи готівку за рахунок капіталів власного банку та, по суті, видаючи банківські кредити самим собі. Але після краху 1929 р. і загального падіння цін на акції папери банку знецінилися, і він опинився на межі краху. Влада Нью-Йорка намагалася врятувати банк, розуміючи, що його банкрутство торкнеться дуже багатьох вкладників і спричинить загальну паніку, але це виявилось не так просто зробити. Банківський суперінтендант Нью-Йорка Джозеф Бродерик намагався одержати допомогу в розмірі 30 млн доларів в інших нью-йоркських банків, однак йому відмовили. Морган і великі фінансисти легко могли врятувати банк від банкрутства, але ніхто не хотів зв'язуватися з Маркусом і Сінгером, які мали невисоку репутацію. Тоді губернатор Нью-Йорка і майбутній президент Франклін

Bank of the United States став поштовхом, який спричинив загальну банківську паніку¹²²⁸.

Показовою була також історія з кризою в банку Lazard Freres, що пережив крах 1929 р., але потім зіткнувся із загрозою для свого виживання в 1931 р., коли хвиля послідовних банківських криз охопила США та країни Європи. Після того як 11 травня збанкрутував віденський банк Creditanstalt, ризик виник для британської філії Lazard Freres — лондонського банку Lazard Brothers, одного із кредиторів Creditanstalt. Спершу збитки Lazard Brothers оцінювали лише в 40 тис. фунтів, і це ще можна було пережити (основний капітал банку становив 3 млн фунтів), але незабаром з'ясувалося, що реальні збитки сягають 4 млн фунтів. Це перевищувало основний капітал, і Lazard Brothers фактично виявився банкрутом¹²²⁹.

Рузвельт закрити банк, після чого 300 тис. вкладників втратили 400 млн доларів. Це було найбільше на той час банкрутство банку в історії США, у країні почалася загальна паніка серед вкладників банків, і вони стали забирати свої депозити.

¹²²⁸ Докладніше про банківську паніку 1930 р. див.: Wicker E. *The Banking Panics of the Great Depression* / E. Wicker. — Cambridge: Cambridge University Press, 1996. — Р. 24–38.

¹²²⁹ Ситуацію ускладнювало те, що в середині 1931 р. особливо несприятливі обставини виникли для брюссельського підрозділу банку Lazard Brothers. На чолі філії поставили банкіра Вітека, чеха за походженням. У корисливих цілях він уклав ризиковану та (як згодом з'ясувалося) не вигідну угоду з обміну валют. Щоб приховати свою помилку та компенсувати збитки, Вітек від імені Lazard Brothers випустив велику кількість векселів, які не мали покриття, і вони розійшлися по всій Європі. Але коли ці векселі почали подавати до сплати, реальний стан справ розкрився, і Вітеку довелося застрелитися. Розслідування показало, що афера з векселями була не єдиною незаконною таємною операцією з використанням капіталу Lazard Brothers. Виявилося, що Вітек узяв великі кредити, користуючись репутацією Lazard Brothers. В аферах Вітека брав участь весь керівний склад брюссельської філії Lazard Brothers, а звітну документацію фальсифікували. Загальні збитки становили 5,85 млн фунтів, тому під час численних банківських криз постало питання про доцільність подальшого існування не тільки Lazard Brothers, але й усієї банківської фірми Lazard. Для порятунку лондонського банку Lazard Brothers потрібен був терміновий кредит від Банку Англії на 3 млн фунтів. Приблизно такі самі суми надали паризький банк Lazard Freres et Cie і американський банк Lazard. Катастрофи вдалося уникнути, але труднощі банку ретельно приховували від преси й конкурентів. Партнерам Lazard Freres доводилося вести звичний розкішний спосіб життя (щоб не виникало підозри в тому, що в банку якісь труднощі), хоча вони витрачали на це не прибутки, а власні заощадження (Коэн У. *Последние финансовые магнаты* / У. Коэн. — К.: Companion Group, 2009. — С. 46–47, 51).

Потім почалися банкрутства багатьох інших банків; епіцентром банківської кризи став Чикаго¹²³⁰. Незабаром вилучення вкладів з американських банків стало масовим, і тільки за один рік (з вересня 1931 р. по липень 1932 р.) загальний обсяг банківських кредитів скоротився на 20 % (з 43 до 36 млн доларів). На початку 1932 р. банківська система США опинилася на межі колапсу, і банки масово закривалися. Кількість банків скоротилася за час банківської кризи з 24 970 у 1929 р. до 12 207 у 1933 р. І хоча більшість із ліквідованих банків були дрібними, помітно скоротилася в цей час також кількість великих банків, членів ФРС — з 8707 до 5606 (на 27,5 %) ¹²³¹. Фінальна стадія банківської паніки спостерігалася на початку 1933 р., напередодні реформ Рузвельта. Саме в цей час економічна рецесія у США та країнах Європи переросла у Велику депресію 1930-х років.

Банкрутств компаній ставало все більше, економічна активність знижувалася, тому всі намагалися скоротити витрати. До середини 1932 р. депресія стала максимальною: виробництво зменшилося на 25 %, інвестиції на 50 %, ціни на 75 % порівняно з 1929 р., без роботи залишилися 10 млн осіб (більше 20 % всієї робочої сили). Індекс Доу-Джонса досяг історичного мінімуму — 41, впали в ціні всі акції (General Motors з 72 доларів у 1929 р. до 2 доларів; RCA — від 101 до 2) ¹²³².

Однією з перших спроб боротьби з економічною депресією стало створення Національної кредитної корпорації (The National Credit Corporation). У вересні 1931 р. президент Гувер зустрівся з головою ФРС Юджином Меєром ¹²³³, щоб

¹²³⁰ Докладніше про серію банківських криз 1931 р. див.: Wicker E. The Banking Panics of the Great Depression / E. Wicker. — Cambridge: Cambridge University Press, 1996. — P. 62–78.

¹²³¹ Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. — Chicago: Ivan R. Dee, 2002. — P. 29, 69–70.

¹²³² Lefevre E. When It is Safe to Invest? / E. Lefevre // Saturday Evening Post. — 1932. — August 6.

¹²³³ Піднесення Юджина Меєра (1875–1959) почалося в серпні 1930 р., коли президент Гувер звільнив голову Ради управляючих ФРС Роя Янга, призначивши замість нього Меєра — урядового чиновника, відомого своїми великими операціями на біржі з метою особистого збагачення. Меєр не був людиною Моргана, на відміну від Харрісона, а тим більше Стронга. Батько Меєра працював у банку Lazard Freres, там почав свій шлях і Юджин Меєр, але незабаром пішов з Lazard, ставши незалежним фінансистом. Він мав заступництво Бернарда Баруха й родини Гугенхеймів, які контролювали мідну промисловість США (Pusey M. Eugene Meyer / M. Pusey. — N. Y.: Alfred A. Knopf, 1974. — P. 117–125).

обговорити план створення цієї приватної компанії, капітал якої став би резервним фондом для надання термінової допомоги під час криз ліквідності в банках та інших фінансових організаціях.

Передбачалося, що членство в корпорації добровільне, а її капітали мають надходити від учасників — великих банкірів. Учасники корпорації мали вкладати в неї 2 % від загальної суми депозитів банків. До ідеї Гувера виник загальний інтерес, і 13 жовтня The National Credit Corporation почала роботу, підтримувана Асоціацією американських банкірів (American Bankers Association), а також Асоціацією інвестиційних банкірів (Investment bankers Association).

Проте виявилось, що корпорація не змогла надати реальну допомогу в банківській кризі: замість того щоб підтримувати у важкий час ощадні банки, страхові компанії та інші фінансові установи, корпорація зосередила свої зусилля на допомозі окремим залізницям, у які були вкладені капітали банків-учасників. Наприкінці 1931 р. Гувер зрозумів, що Національна кредитна корпорація неефективна, тому потрібно створити нову організацію.

На початку лютого 1932 р. з ініціативи керівника ФРС Юджина Меєра заснували «Фінансову корпорацію реконструкції» (Reconstruction finance corporation, RFC) з основним капіталом 0,5 млрд доларів. За рішенням Конгресу, головою цієї корпорації (вона почала роботу 2 лютого) призначили Меєра, який поєднував цю роботу з посадою голови правління ФРС. Президентом корпорації став Чарльз Дауес, який раніше був дипломатом і згодом прославився відомим «планом Дауеса». Reconstruction Finance Corporation була, по суті, відродженою «Військово-фінансовою корпорацією» (War Finance Corporation), створеною ще в 1918 р., якою також керував Меєр¹²³⁴.

¹²³⁴ За задумом, метою корпорації RFC була урядова фінансова підтримка компаній військової промисловості. Для цього корпорація мала фонд 500 млн доларів і отримала право випустити власні облігації на 3 млрд доларів. Однак на практиці кредити надавали переважно «своїм» людям, залізницям і банкам. У березні 1919 р. Конгрес вирішив зберегти корпорацію ще на п'ять років для надання державних кредитів (загалом на 1 млрд доларів) американським експортерам і банкам, які їх фінансували (Kaufman B. Efficiency and Expansion: Foreign Trade Organization in the Wilson administration / B. Kaufman. — Westport (Conn.): Greenwood Press, 1974. — P. 231–232).

Корпорація RFC мала право випускати векселі, облігації та інші боргові зобов'язання за умови, що їхня сумарна вартість не буде перевищувати 1,5 млрд доларів, тобто трикратного розміру основного капіталу (0,5 млрд). Облігації могли розміщатися на ринку або купуватися Казначейством США.

Протягом 1930-х років розмір статутного капіталу корпорації у декілька разів збільшили. Однак під час надання кредитів незабаром проявилися проблеми. Рада директорів корпорації встановила відсоток за виданими кредитами на рівні 6 %, що суттєво перевищувало ринкову вартість кредиту на той час. Один тільки цей факт поставив під сумнів сенс існування корпорації та її можливість стати реальною альтернативою приватному кредиту.

До того ж RFC під час видачі кредиту часто вимагала в заставу найкращі ліквідні активи проблемних банків, і це ще більше посилювало нестабільність цих банків. Загалом за перші місяці свого існування RFC видала кредитів на 238 млн доларів, з яких 160 млн були призначені для банків і трастових компаній. Кількість проблемних банків, що перебували в нестабільному стані, справді скоротилася з 342 у січні 1932 р. до 119 у лютому й 45 у березні. Однак це не означало, що діяльність RFC була настільки ефективною. Хоча до березня 1933 р. банкам було надано кредитів загалом на 1 млрд доларів, так і не вдалося запобігти новій хвилі банківської кризи, після якої були оголошені банківські канікули¹²³⁵.

RFC із самого початку звинувачували в політичному фаворитизмі та державному протекціонізмі. Зокрема, перший кредит RFC у розмірі 90 млн доларів (із 500 млн, які мала корпорація) був наданий Центральному республіканському банку Чикаго (Central Republic Bank of Chicago), керованому за сумісництвом Ч. Дауесом, президентом RFC. Важко сказати, на що розраховував Дауес, надаючи сам собі кредит. Можливо, на те, що не помітять. Але помітили, і почався скандал. Інші кредити були видані великим банкам і залізничним компаніям (зокрема групам компаній, на чолі яких були Морган і брати Ван Шверінгени, які створили Alleghany Corporation). Отримані гроші пішли на погашення взятих раніше банківських кредитів.

¹²³⁵ Mitchener K. Blood and Treasure: Exiting the Great Depression and Lessons for Today / K. Mitchener, J. Mason // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. — Oxford: Oxford University Press, 2013. — P. 404–405.

Ще одна спроба президента Гувера зупинити сповзання американської економіки в депресію була пов'язана з планом міністра фінансів Огдена Міллса та голови ФРС Юджина Меєра, розробленим для підтримки банків і фінансового ринку. За планом, ФРС мала намір на відкритому ринку придбати велику партію державних цінних паперів, щоб у такий спосіб вкласти капітали у фінансову систему. Отримані гроші банки мали витратити на розширення кредитів.

Це справді дало результат, одразу усунувши дефіцит золота, що дозволило ФРС надалі вкладати в банківську систему капітали, потрібні для її стабілізації. Але сподівання, що після цього банки почнуть розширювати кредитування, не виправдалися. Було вже пізно, банки не хотіли йти на ризик, і тому фінансова допомога осіла в банках у вигляді збільшених резервів. До того ж загальна активність на фінансовому ринку знижувалася, і попит на кредити також зменшувався. Темпи скорочення кредитування (на 20 % щорічно) залишалися колишніми. Але головним у цій історії було те, що банкіри заздалегідь довідалися про таємний план ФРС і Міністерства фінансів і почали підвищувати ціни на державні папери. Звісно, це приречило весь цей план на невдачу.

Президент Гувер давно вже схилявся до думки, що економічний спад створюється штучною грою на зниження, яку ведуть великі біржові спекулянти. Він навіть вимагав від керівництва Нью-Йоркської біржі не надавати учасникам гри на зниження акції в кредит, але ніяких реальних дій не було зроблено. Після цього Гувер ще більше переконався в існуванні змови гравців на зниження від демократичної партії, які були готові на все, щоб дискредитувати його адміністрацію і отримати владу. Важко сказати, чи була в цьому частка правди, але Гувер вірив, що змову проти США підтримують європейські фінансисти (Ротшильди та інші), використовуючи масову гру на зниження для ослаблення американської економіки.

Усе це супроводжувалося антисемітською риторикою, і було оголошено, що провідником інтересів змовників нібито був Бернард Барух, відомий нью-йоркський фінансист від демократичної партії. Невідомо, чи були перебільшенням підозри Гувера щодо того, що «ведмежі» атаки на ринок ведуть спекулянти від демократичної партії на чолі з Бернардом Барухом і Джоном Рескобом з компанії «Дюпон». Проте якісь реальні факти, мабуть, він справді знав.

Обрання Франкліна Рузвельта та нова хвиля банківської кризи

У той час, коли Франклін Рузвельт став президентом, значна частина фінансової системи США була зруйнована, а в багатьох інших країнах світу поглиблювався економічний спад, що супроводжувався зростанням безробіття. У листопаді 1932 р., коли Рузвельт ще не присягнув, у США почалася чергова хвиля банківської кризи. Поштовхом стало масове вилучення вкладів у одному з найбільших банків Детройту (центру автомобільної промисловості) — Guardian Trust Company. Коли в банку виникли проблеми, чутки про це поширилися, почалася масова паніка, а вкладники кинулися в банки забирати гроші.

У декількох штатах довелося повністю закрити банки. Після початку масового вилучення депозитів тільки з грудня 1932 р. по лютий 1933 р. запаси грошей у населення збільшилися на 16 % (на 760 млн доларів)¹²³⁶. Паніка поширилася за межі США — у всіх країнах намагалися позбутися доларів. Напруженість посилювали сказані Рузвельтом під час передвиборчої кампанії слова про те, що можлива девальвація долара, якщо в цьому буде економічна потреба. На момент прийняття Рузвельтом присяги банківська криза була в розпалі, а вилучення вкладів стало масовим¹²³⁷.

Через зменшення з 1930 по 1933 р. обсягів кредиту з 50 до 30 млн доларів виробництво швидко скорочувалося (металургійні підприємства використовували лише 12 % потужності, випуск автомобілів скоротився вдсятеро, а кількість безробітних зросла до 13 млн осіб).

Свою діяльність Рузвельт почав із термінових заходів для порятунку банків (на той момент їх було всього 14 207, із них федеральних 4897, інші — регіональні). Банківська й фінансова системи США були тоді загалом у поганому стані. Банки вже не могли нормально працювати — єдиним виходом було їхнє закриття (до речі, у 28 штатах вони вже були закриті).

¹²³⁶ Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. — К.: Ваклер, 2007. — С. 327.

¹²³⁷ Докладніше про банківську кризу 1933 р. див.: Wicker E. The Banking Panics of the Great Depression / E. Wicker. — Cambridge: Cambridge University Press, 1996. — P. 108–138.

Тому 5 березня 1933 р. Рузвельт оголосив «банківські канікули» з 6 по 10 березня, щоб вжити необхідних заходів для порятунку банківської системи.

А 12 березня Рузвельт звернувся по радіо до народу і довго розповідав про те, як працює банківська система, закликаючи людей зберігати гроші все ж таки в банках, а не вдома. «Друзі мої, я звертаюся до громадян Сполучених Штатів, щоб трохи поговорити про банки. Я звертаюся до тих, хто розуміє механіку банківської справи — таких порівняно мало, — але особливо до тієї величезної більшості з вас, хто користується банками, щоб зберігати гроші й виписувати чеки... Я розумію, — говорив далі Рузвельт у властивій йому привабливій довірчій манері, — що численні офіційні заяви, які виходять зі столиць штатів і Вашингтона, законодавчі акти, розпорядження Казначейства й таке інше — усі ці документи, в яких багато банківських і юридичних термінів, можуть бути незрозумілими звичайному громадянину, тому вони потребують роз'яснення». І далі продовжував: «З величезною радістю я відчуваю довіру в настроях людей по всій країні. У мене немає слів, щоб висловити їм подяку за підтримку й згоду з тією оцінкою ситуації, на якій ґрунтується наш курс, хоча, можливо, не все в процесах, що відбуваються, було їм зрозуміле. Зрештою, у нинішній перебудові фінансової системи є дещо таке, що важливіше за гроші, важливіше за золото, — це довіра людей», — казав Рузвельт¹²³⁸.

Як не дивно, але в розпал банківської паніки Рузвельту повірили — мабуть, вплинула його особиста привабливість, — і коли наступного дня, 13 березня, відкрилися банки, вкладники понесли в них гроші. А 15 березня після перерви почала

¹²³⁸ Пояснюючи події кінця лютого — початку березня, президент сказав: «Через те, що довіру населення до банків підірвано, маси людей почали конвертувати банківські вклади на готівку й золото. Наплив охочих виявився настільки великим, що навіть найбільш платоспроможні банки не знаходили достатньо готівки, щоб задовольнити попит... До другої половини дня 3 березня, у п'ятницю минулого тижня, у країні навряд чи хоч один банк продовжував нормальні операції. Майже у всіх штатах губернатори оголосили про повне або часткове закриття банків. Банківські канікули в багатьох випадках створюють великі незручності, але разом із тим дають можливість поповнити запаси готівки, як того потребує ситуація. Пам'ятайте, що жоден платоспроможний банк не став ані на долар бідніше з того часу, як минулого тижня закрилися його двері. Це стосується і тих банків, які, можливо, не зможуть негайно відновити свою роботу» (Рузвельт Ф. Беседи у камина / Ф. Рузвельт. — ИТРК, 2013. — <http://www.e-reading.ws>).

роботу Нью-Йоркська біржа. До кінця березня в банки повернулося 1,5 млрд доларів (усього під час паніки було вилучено близько 2 млрд доларів). Завдяки рішучим діям Рузвельта банківську систему врятували, а відновлення довіри до банків дуже допомогло наступному повільному відновленню економічної та фінансової систем.

Однак промислове виробництво залишалося в загальмованому становищі, і впродовж наступних кількох місяців адміністрація нового президента почала активну діяльність у цьому напрямі. Були скорочені витрати на державні потреби та зарплати державних службовців, а за рахунок програми суспільних робіт (переважно будівництва доріг і мостів) на ці роботи виділяли 3,5 млрд доларів з державного бюджету і створювали численні робочі місця.

У наступному зверненні 7 травня 1933 р. Рузвельт казав: «Одного недільного вечора... я скористався радіо, щоб розповісти вам про банківську кризу і про заходи, які ми ухвалювали для її подолання. Я намагався пояснити громадянам нашої країни деякі факти... і загалом допомогти зрозуміти, що відбувається. Певен, що це сильно допомогло відновити довіру. Сьогодні, через вісім тижнів, я хочу звітувати перед вами... Як ви знаєте, два місяці тому... країна була на межі загибелі... оскільки спад промисловості й торгівлі досяг небезпечного рівня»¹²³⁹.

¹²³⁹ «Ціни на основні сировинні товари були такими, що знецінювалися активи комерційних і ощадних банків, страхових компаній та інших фінансових установ. Опинившись у важкому становищі, ці установи стали відбирати заставлене майно, вимагати погашення позик і відмовляти в кредитах. Таким чином, фактично йшов процес знищення власності мільйонів людей, які під забезпечення цієї власності позичили гроші тоді, коли купівельна спроможність долара була зовсім іншою, аніж у березні 1933 року. Якби уряд не вжив термінових заходів, це означало б «дозволити, щоб і надалі люди втрачали заставлене майно, щоб не працював кредит, а гроші зберігалися вдома». Неважко було передбачити, що все це «призвело б до вимушеної ліквідації й банкрутства банків, залізниць і страхових компаній, а також рекапіталізації всього бізнесу та усієї власності на більш низькому рівні. Це означало б продовження так званої дефляції, і зрештою величезні втрати мали б усі, у кого є власність або вклади в банках... такий курс мав би не тільки дуже серйозні наслідки для економіки, але й соціальні наслідки, здатні завдати невимірної шкоди» (Рузвельт Ф. Беседи у камина / Ф. Рузвельт. — ІТРК, 2013. — <http://www.e-reading.ws>).

Закінчення періоду економічного лібералізму і «новий курс»

Після кризи 1929 р. закінчився тривалий час економічного лібералізму. Вимушеною реакцією на економічний спад став період посилення державного регулювання ринку цінних паперів, який тривав до 1970-х років. У цей час книга Герберта Гувера *American Individualism*¹²⁴⁰, уперше опублікована в 1922 р. і настільки популярна в бурхливі 1920-ті роки, стала здаватися взагалі недоречною.

У двадцяті роки вважалося, що все сприятливе для бізнесу добре для економіки, законодавцем настрою була Уолл-стріт. Але на початку 1930-х, час розбитих надій, коли «американська мрія» була зруйнована, пророки часів економічного буму, такі як Джон Раскоб і Чарльз Мітчелл, замовкли і намагалися не показуватися на публіці. Репутація героїв Уолл-стріт виявилася зруйнованою, і в самому середовищі великих біржових гравців не було помітних лідерів — кожен був сам за себе й виживав як міг.

Коли Бернард Барух з'явився на Уолл-стріт, то із глибокою повагою ставився до видатних, як йому тоді здавалося, фінансистів. Але пізніше він зрозумів, що ті, кого він так поважав, на практиці виявилися «поверхневими й дрібними», і на Уолл-стріт взагалі багато було людей з «такою завищеною самооцінкою, яких не знайдеш на жодній іншій вулиці у світі»¹²⁴¹.

Втім, справді великі біржові гравці або інвестиційні банкіри в цей час не відчували особливих фінансових утруднень — накопиченого багатства вистачало їм, щоб продовжувати жити, як раніше, але вже в тіні. Іноді великі фінансисти робили якісь демонстративні жести добродійності — Морган подарував уряду США величезну яхту «Корсар», хоча вона була не потрібна уряду, а суми на її щорічне утримання (може, непомітні для Моргана) виявилися обтяжливими для державного бюджету. А Морган віддав свою «стару» яхту лише тому,

¹²⁴⁰ Hoover H. *American Individualism* / H. Hoover. — N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. — 72 p.

¹²⁴¹ Gilbert C. *Mirrors of Wall Street* / C. Gilbert. — N. Y.: Putnam, 1933. — P. 268.

що, незважаючи на важкий час, спустив на воду нову яхту, найбільшу в світі та найдорожчу.

Ставлення суспільства до теми підприємницького індивідуалізму, здавалося б, такого типового для менталітету американців, швидко змінилося. За словами сенатора Роберта Лафоллета, «банкрутство, якого під час найгіршої економічної кризи зазнав Гувер як лідер, розкриває трагічну неспроможність суворого індивідуалізму». А історик Чарльз Бірд так говорив про ставлення до індивідуалізму в той час: «Індивідуалістичне кредо “кожен за себе”, яке по суті «означало інвестиційний рекет», тепер вже «неможливо використовувати в епоху технологій, науки та раціоналізованої економіки». А для подолання кризи та економічного спаду після неї потрібні «стабільність, планування... і регулювання виробництва»¹²⁴².

У США посилення державного регулювання ринків почалося під час реформ Ф. Рузвельта та видання декількох законів, які визначали діяльність банків і ринків цінних паперів — закону про банки 1933 р. (Banking Act — так званий Glass-Steagall Act)¹²⁴³, закону про цінні папери 1933 р. (Securities Act¹²⁴⁴), закону про цінні папери й біржі 1934 р. (Securities and Exchange Act¹²⁴⁵). Ці закони стали визнанням того факту, що криза 1929 р. мала найбільш негативні наслідки в США через недосконале державне регулювання ринку цінних паперів.

У березні 1933 р. голова правління ФРС Юджин Меєр подав у відставку, і основними радниками Рузвельта з фінансових питань стали Джеймс Варбург (37-річний син відомого банкіра Пола Варбурга) і Джордж Харрісон. А 18 квітня 1933 р. Рузвельт оголосив про вихід США із золотого стандарту, попри опір численних критиків (серед яких був і Дж. Варбург), які вважали, що це призведе до неконтрольованого зростання інфляції та фінансового хаосу.

Однак задум Рузвельта виявився вірним і цього разу: після зниження вартості долара у відношенні до золота за наступні

¹²⁴² Цит. за: Гейст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейст. — М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. — С. 228–229.

¹²⁴³ Glass-Steagall Act. — <http://www.en.wikipedia.org>

¹²⁴⁴ Securities Act Of 1933. — <http://www.sec.gov>

¹²⁴⁵ Securities Exchange Act Of 1934. — <http://www.sec.gov>

три місяці ціни зросли майже удвічі, а реальна вартість кредитів значно знизилася. Це стало поштовхом, який пожвавив промисловість, — обсяг виробництва збільшився на 50 %. До кінця 1933 р. зниження курсу долара досягло 40 % і на цьому зупинилося. А Рузвельт досяг своєї мети — до 1937 р. обсяг промислового виробництва зріс на 100 %, а ВВП — на 40 %.

*Робота комісії з розслідування
причин біржового краху
і видання законів про цінні папери*

У березні 1933 р. продовжила роботу комісія, створена для з'ясування причин біржового краху 1929 р. Очолив її Фердинанд Пекора, у минулому адвокат і помічник окружного прокурора Нью-Йорка, згодом — член сенатської комісії з питань грошовому обігу і банків. Пекора був відомий тим, що порушував судові справи проти багатьох продавців підроблених цінних паперів і корумпованих політиків, успішно доводячи розслідування до кінця. У 1932 р., коли ще за часів Гувера почалися слухання в сенатському підкомітеті про зловживання на Нью-Йоркській біржі, Пекора був на цих слуханнях головою.

Комісія Пекори, негативно налаштованого особливо проти Морганів, продовжила свою роботу в 1933 р., коли президентом став Рузвельт. Було виявлено численні факти зловживань серед вищих шарів фінансової еліти. Зокрема, Альберт Уіггін, президент банку Chase National Bank, у розпал буму вигідно продав акції свого банку, розраховуючи на їхнє зниження, і заробив на цьому 4 млн доларів. Чарльз Мітчелл, який керував National City Bank, видав своїм співробітникам кредити на 2,4 млн доларів без якого-небудь забезпечення з метою підтримати після краху їхні акції (лише 5 % цих кредитів було повернуто). Сам Мітчелл збагатився під час краху на понад мільйон доларів, ухиляючись від сплати податків. Дж. Морган протягом трьох років, з 1929 по 1931 р., також ухилявся від сплати податків¹²⁴⁶.

¹²⁴⁶ Kennedy S. The Banking Crisis of 1933 / S. Kennedy. — Kentucky: University Press of Kentucky, 1973. — P. 126.

Під час розслідування Пекори увагу привернула справа Семюеля Інсалла (1859–1938), який створив у Чикаго одну з найбільших фінансово-промислових груп, що об'єднала комунальні підприємства Чикаго та ще 20 штатів. Компанії, контрольовані холдингом С. Інсалла, виробляли 10% електроенергії в США. Групою управляло п'ять холдингових компаній, у кожній з яких великими пакетами акцій володіла родина Інсалла.

Після краху 1929 р. ціни на акції Інсалла швидко знизилися, і його бізнес почав скорочуватися. Оскільки частка позикових коштів у групі компаній була високою, Інсалл мав повернути величезні борги, що поставило його в досить скрутний стан. До того ж у фінансуванні холдингів були свої особливості: частину емісії акцій холдингових компаній Інсалл продавав за ринковими цінами, але на значну частину тримав для себе опціони. Разом із зростанням цін на акції напередодні краху збільшувалися прибутки Інсалла, і вони досягли в 1929 р. 170 млн доларів; а інвесторам доводилося купувати ці акції на невигідних умовах¹²⁴⁷.

Коли в Інсалла почалися труднощі, він найняв компанію Halsey, Stuart and Company, щоб та підтримувала ціни на його акції, поки він вів переговори з банками про надання кредиту. Але банкрутства уникнути не вдалося, і всі збитки лягли, як завжди, на інвесторів. Сам Інсалл восени 1932 р. втік до Греції, де переховувався півтора року. Американський уряд неодноразово вимагав видати Інсалла, але тільки Рузвельт зміг вплинути на грецьку громаду в США, і та попросила вислати Інсалла з Греції. Повернувся в Америку він у 1934 р., і незабаром усі обвинувачення проти Інсалла були зняті. У другій половині 1930-х років він навіть намагався повернутися до фінансової діяльності.

Потім дійшла черга і до самого Моргана. Фердинанду Пекорі, який відчував до нього особливу неприязнь, дуже хотілося довести, що саме банк Моргана (від якого залежало багато інших банків та компаній) був винен у подіях 1929 р. Але зробити це було не так просто — Морган надав докладний звіт про діяльність свого банку, зробивши наголос на тому, що він нікого не примушував брати в нього кредити або

¹²⁴⁷ McDonald F. Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon / F. McDonald. — Chicago: University of Chicago Press, 1962. — P. 316.

займатися якимись операціями, вигідними йому. Клієнти самі приходили до нього, приваблені престижністю банку Моргана, а не він шукав їх.

Пекора намагався обвинуватити Моргана в тому, що більше 60 найвідоміших банкірів (серед них Чарльз Мітчелл і Чарльз Дауес) брали в нього кредити, на що Морган відповів, що його банк справді надавав цим людям кредити, але в цьому немає нічого протизаконного. А в тому, що він знав цих людей і з ними його пов'язували певні ділові або особисті стосунки, теж немає нічого особливого. Адже було б дивним, якби його банк видавав великі кредити невідомим позичальникам з незрозумілою репутацією.

Тоді Пекора порушив питання про списки привілейованих осіб, які наприкінці 1920-х років купували акції холдингових компаній Моргана (United Corporation, Alleghany Corporation, Standard Brands) за пільговими цінами — 20 доларів, у той час як ринкова ціна цих акцій становила 35 доларів¹²⁴⁸.

Справді, Морганів часто звинувачували в тому, що в них були «свої» фінансисти й політики, які мали можливість купувати нові випуски акцій ще до того, як вони з'являлися на публічних торгах. Преса роздула із цього голосний скандал, і спроби Морганів пояснити, що можливість купувати акції до початку публічних торгів має сенс тільки під час зростання ринку цінних паперів, уже нікого не цікавили. У списку привілейованих покупців акцій опинилися навіть друзі Рузвельта — міністр фінансів Вільям Вудлін і Норман Девіс із державного департаменту, а також Келвін Кулідж та багато інших політиків.

Пояснення Моргана були непереконаливими, адже всі розуміли, що завдяки привілеям певним особам банк Моргана впливав на політичну еліту, ставши по суті урядом усередині уряду. А завдяки перехресним директорським постам у багатьох найбільших корпораціях банк Моргана фактично управляв усією фінансовою системою США, і саме він відповідав за кризу 1929 р., а потім і за післякризову депресію.

Найчутливішим для банкірів було питання про великі комісійні винагороди, про які інвестиційні банки не забували навіть під час кризи, фактично наживаючись на фінансових

¹²⁴⁸ Pecora F. Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers / F. Pecora. — N. Y.: Simon and Schuster, 1939. — P. 13.

труднощах держави й суспільства. Багато хто вважав, що банки женуться за вигодою, незважаючи ні на що, і тому саме вони заважають країні вийти із кризи. Великі комісійні винагороди під час випуску облігацій досягали 10% вартості всієї емісії, часто вони перевищували комісійні від випуску акцій.

Розмір комісійних банки визначали на власний розсуд, а оскільки крім банків ніхто не міг акумулювати капітал, потрібний для розміщення цінних паперів, клієнтам доводилося погоджуватися на умови банкірів. А ті збагачувалися за рахунок компаній, папери яких вони розміщували. Така практика була звичайною у період підйому, але під час депресії вона спричинила особливе обурення. Адже важко було обґрунтувати, чому банки одержували по 10 млн доларів комісійних під час розміщення емісії на 100 млн у той час, коли вся країна занурювалася в економічну депресію.

Банкіри, особливо Отто Кан, намагалися пояснити членам комісії Пекори, чим зумовлені такі комісійні, але ці пояснення були непереконливими. Під час розслідування згадали історію про те, як приваблені великими комісійними в торгівлю цінними паперами прийшли в 1920-ті роки такі великі учасники, як Chase National Bank і National City Bank of New York. І хоча банкіри стверджували, що операціями із цінними паперами займалися не самі банки, а їхні дочірні компанії, самостійні учасники ринку, всі розуміли, що цей аргумент формальний.

Згадали й про те, що пропозиції, щоб банки в проспекті емісії називали суму комісійної винагороди, висловлювали неодноразово в 1920-ті роки. Зокрема про це казав відомий юрист Луїс Брандіс (1856–1941), який під час буму двадцятих років постійно критикував надмірну владу великих корпорацій.

Фердинанд Пекора, емоційний і темпераментний (за походженням він був італійцем), створив на слуханнях істеричну атмосферу боротьби зі змовою, особливо в тих питаннях, які стосувалися Морганів. Однак сучасні дослідження матеріалів слухань комісії Пекори показали, що значна частина скандальних викриттів Пекори були вигаданими і недоведеними припущеннями, а багато обвинувачень виявилися взагалі сфабрикованими.

Але в 1933 р. виявлені комісією Пекори зловживання остаточно підірвали довіру до банків і бірж. У суспільстві тоді

багато хто сприймав банкірів і фінансистів як пройдисвітів, винних у фінансовій кризі та економічній депресії. А вся ця боротьба зі «змовниками», реальними чи вигаданими, почати допомогла Рузвельту і його адміністрації ухвалити закони про банки та цінні папери, які сильно обмежили вплив угруповання Моргана.

Закон про цінні папери ухвалили в травні 1933 р., у червні наступного 1934 р. його доповнив закон про цінні папери та біржі. А виданий у червні 1933 р. закон Гласса-Стігалла чітко визначив межу між інвестиційними та комерційними банками. І хоча ці закони не містили якихось принципово нових положень, їхня основна мета була в тому, щоб ліквідувати можливості для неоднозначних тлумачень в існуючих нормативних документах, якими під час буму й краху 1920-х років скористалися брокери та банкіри.

Закон про цінні папери 1933 р. вимагав, щоб публічні продажі нових паперів починалися тільки через 21 день після їхнього випуску, щоб курси на папери могли «охолодитися», як казали в той час, тобто стабілізуватися. Крім того, заявки на випуски паперів потрібно було реєструвати у «Федеральній торговельній комісії» (Federal Trade Commission). Це особливо стосувалося іноземних паперів, а емітентів муніципальних облігацій звільняли від цієї вимоги.

Закон також визначив вимоги щодо розкриття інформації під час випуску цінних паперів. Потрібно було забезпечувати повну прозорість інформації, а всі інсайдерські операції заборонялися. Нові правила випуску цінних паперів значно підвищили витрати на емісію.

Вважалося, що ці вимоги спрямовані на захист інвесторів, але на практиці залучення заощаджень дрібних інвесторів для вкладання в цінні папери тепер стало можливим через великі посередницькі компанії, які могли оплачувати витрати на емісію. Дрібні посередницькі фінансові компанії (зокрема невеликі інвестиційні банки) витіснялися з ринку цінних паперів, зменшуючи конкуренцію для великих банків. Доступ дрібних індивідуальних інвесторів на ринок ускладнювався, і в для демократизації ринку це був крок назад, хоча за умов економічного спаду цей крок був потрібним.

Закон про цінні папери й біржі 1934 р. пішов далі, виступивши проти традиційних методів роботи Уолл-стріт і Нью-Йоркської біржі. Усі біржі тепер мали реєструватися

в «Комісії із цінних паперів і бірж» (Securities and Exchange Commission, SEC). Крім того, закон торкнувся методів роботи на біржі, зокрема гри на зниження. Вимоги до операцій із цінним паперами були уніфіковані й підлягали тепер контролю з боку ФРС, а створений «Комітет з методів роботи фондової біржі» (Committee on Stock Exchange Practice) одержав право втручатися в усі аспекти біржових операцій із цінними паперами. Однак позабіржовий ринок цінних паперів, як і ринок ф'ючерсів, не охоплювалися нормами нового закону.

Біржові трейдери побоювалися, що ухвалення нового закону торкнеться роботи фондових бірж настільки, що вплине на весь ринок цінних паперів, а кількість трейдерів можуть обмежити. Насправді все виявилось не так страшно. Автори закону вважали, що для запобігання зловживанням (подібних до тих, які були наприкінці 1920-х років) достатньо обмежити гру на зниження та маржеві операції із цінними паперами. Інтереси біржових трейдерів суттєво не постраждали.

Спершу контролювати виконання законів про цінні папери мала «Федеральна комісія з торгівлі», але з 1934 р. цим займалася спеціально створена «Комісія з цінних паперів і бірж» (SEC). Другий закон про цінні папери й біржі 1934 р. значно розширив повноваження цієї комісії. Крім реєстрації нових випусків цінних паперів, вона тепер мала право контролювати політику бірж і публікувати інформацію про випущені акції та облігації.

Інвестиційні банки зненацька для себе виявили, що вони перебувають під контролем SEC. Це було незвичним і спричинило сильне занепокоєння у фінансових колах. За новим законом, у разі надання невірних або неповних даних до SEC банки (так само, як інші учасники фінансового ринку) мали нести відповідальність. Крім того, компанії для реєстрації в SEC мали надавати щорічні звіти про свій фінансовий стан, що також стало причиною для незадоволення — адже більшість компаній у США тоді не надавали жодних звітів.

Зокрема, банк Моргана жодного разу не публікував річний фінансовий звіт, оскільки не вважав це за потрібне. Поява нових правил фінансової звітності стала однією з основних причин відмови банку Моргана від інвестиційного фінансування і переходу в сферу звичайної комерційної банківської діяльності. Це сильно послабило вплив Морганів. Останньою краплею стали суд і тюремне ув'язнення у 1938 р. ставленника

Морганів Річарда Вітні. Він керував Нью-Йоркською біржею, і його звинувачували у великомасштабних біржових спекуляціях.

Наприкінці 1930-х років, напередодні Другої світової війни, вплив Морганів, які мали зв'язки з Великою Британією та Францією, ненадовго знову посилювався. Їхні основні конкуренти Рокфеллери були мало пов'язані із цими країнами, але мали ділові контакти з німецькими компаніями, зокрема з «ІГ Фарбен». Надалі, після закінчення війни зростання значення нафти забезпечило Рокфеллерам однозначне лідерство, а Морганам довелося звикати до нової ролі молодших партнерів Рокфеллерів.

Після видання в 1934 р. нового закону про цінні папери, коли SEC набув реальної влади над ринком цінних паперів і біржами, всіх хвилювало питання, хто саме управлятиме комісією і наскільки ці люди будуть лояльні до традицій, які вже сформувалися на ринку цінних паперів. Членами комісії стали Джеймс Ландіс, прихильник радикально суворого регулювання ринку цінних паперів і бірж; Фердинанд Пекора, вже відомий своїми викриттями спекуляцій на біржі; Джордж Метьюз і Роберт Хілі з Федеральної торговельної комісії. А головою SEC став Джозеф Кеннеді, друг Рузвельта, який підтримував усі його новачі.

Однак водночас Кеннеді був успішним бізнесменом, і його причетність до світу великого бізнесу була гарантією того, що він не стане радикально змінювати традиції на біржі та ринку цінних паперів. Це трохи заспокоїло біржовиків, але стало причиною обурення в прихильників «боротьби зі спекуляцією» і твердого регулювання ринку. Вони заявляли, що на Рузвельта чинили тиск великий бізнес та Уолл-стріт.

Критики призначення Кеннеді були особливо незадоволені тим, що влітку 1933 р. він опинився в центрі скандалу, пов'язаного з організацією пулу понижувачів з метою підтримки акцій компанії Libbey-Owens-Ford. Але Рузвельт був твердий у своєму рішенні, оскільки Кеннеді єдиний із членів комісії мав досвід практичної роботи на ринку цінних паперів, інші були юристами.

Незабаром усім довелося визнати, що Джозеф Кеннеді виявився вдалим управляючим SEC. Він уникав явного протистояння з Нью-Йоркською біржею та великими учасниками ринку цінних паперів, але водночас створив цілком ефек-

тивний механізм діяльності SEC. Це дало можливість комісії перешкоджати зловживанням на біржі та в інвестиційних банках. Втім, незабаром склад SEC змінився, Кеннеді пішов з посади керівника — його замінив Джеймс Ландіс.

Діяльність SEC посилила опозицію Рузвельту серед представників великого бізнесу. Причина була навіть не в створенні «Комісії із цінних паперів і бірж», а в загальному опорі курсу Рузвельта на обмеження економічного лібералізму й посилення державного регулювання. Рузвельта звинувачували в насадженні соціалізму та авторитарного стилю управління, що суперечило самим основам американської економіки.

Одним із критиків нового курсу Рузвельта став Герберт Гувер. Він видав у 1934 р. книгу «Виклик свободі», де пояснював, як після реформ Рузвельта держава починає контролювати такі сфери підприємництва та приватного життя, які чіпати не варто, тому що порушуються основні принципи індивідуальної свободи. Далі Гувер проводив паралелі між політикою Рузвельта й комунізмом¹²⁴⁹. Але опозиція здала свої позиції після того, як у 1936 р. Рузвельта обрали на другий президентський термін. Його популярність у суспільстві зростала, тому критика «нового курсу» стала недоречною.

До кінця 1934 р. державі вдалося підкорити банківський бізнес, біржі та ринок цінних паперів більшому контролю, ніж будь-коли в історії американської фінансової системи. У цьому сенсі перший закон про цінні папери 1933 р. був спрямований крім усього іншого проти National City Bank і National City Company, одних з основних героїв подій 1929 р., закон про банки — проти впливу Моргана, а закон про цінні папери й біржі 1934 р. забезпечив контроль з боку уряду над Нью-Йоркською фондовою біржею. Закон про холдингові компанії 1935 р., виданий після краху фінансової групи С. Інсала, вимагав реєстрації в SEC від усіх компаній, які володіли комунальними підприємствами.

Розпочате Рузвельтом «полювання на ведмедів» і боротьба з понижувачами на ринку цінних паперів не давали спокою біржі протягом усіх 1930-х років. Критикувати банкірів і біржовиків стало модним, в цьому особливо відзначилися політики, зокрема Гаррі Трумен — сенатор від штату

¹²⁴⁹ Hoover H. The Challenge to Liberty / H. Hoover. — N.Y.: Charles Scribner's sons, 1934.

Міссурі та майбутній президент США. За словами Трумена, Уолл-стріт могла контролювати фінанси, але так і не висунула із середовища фінансистів талановитих державних діячів¹²⁵⁰.

Після того як SEC стала більше втручатися в роботу біржі, і особливо коли в 1935 р. Річарда Вітні на посаді голови Нью-Йоркської біржі замінив Чарльз Гай, у роботі біржі почалися зміни. Послабшав вплив великих біржовиків, які контролювали всю біржову політику, і в раді біржі більший вплив мали брокери, які працювали за комісійні. Незважаючи на загальний спад, на ринку залишалася велика кількість таких брокерів, які працювали із цінними паперами, хоча доходи їх значно знизилися. Звичайною стала практика злиття брокерських компаній, які не давали прибутків. Зокрема, одна з найбільших брокерських фірм Edward B. Smith and Company вимушена була об'єднатися з компанією Charles D. Barney, утворивши нову фірму Smith Barney and Company. Подібних випадків було на той час чимало.

У цей час Асоціація інвестиційних банкірів, основна професійна група на ринку цінних паперів, яка підтримувала новий курс Рузвельта, розробила кодекс поведінки для своїх членів. На початку 1934 р. в асоціацію входили 440 брокерських фірм, однак більшість (їх було загалом декілька тисяч) стали членами асоціації пізніше. Кодекс поведінки наголошував на важливості фінансової прозорості компаній, які випускали цінні папери. Він визначав норми операцій із продажу й діяльність синдикатів, а також забороняв звичну практику укладання списків осіб, що мали привілеї в придбанні акцій.

Цей прецедент став показовим — багато великих учасників ринку цінних паперів збиралися дотримуватися нових законів, не сподіваючись на те, що вони не приживуться, як заявляв Морган. Однак після того, як Кеннеді пішов із посади голови Комісії з цінних паперів і бірж, ці конструктивні настрої, ідеї саморегулювання й інформаційної відкритості замінили більш прагматичними завданнями — самозбереження і виживання в умовах збільшення державного контролю.

Цей контроль особливо посилювався, коли замість Джеймса Ландіса (наступника Джозефа Кеннеді) головою комісії став Вільям Дуглас. Той прямо називав біржовиків і фінан-

¹²⁵⁰ Truman H. Memoirs / H. Truman. — 2 vols. V. 2. Years of Trial and Hope. — N. Y.: Doubleday, 1956. — P. 45.

систів «фінансовими термітами», які замість деревини харчуються чужими капіталами. Для Дугласа всі вони були спекулянтами й паразитами, які багатіють за рахунок дрібного бізнесу¹²⁵¹.

Але й тоді плани зі створення саморегулювальної організації професійних учасників ринку цінних паперів зберігалися. У 1936 р. брокери та інвестиційні банкіри створили групу з назвою «Конференція інвестиційних банкірів» (Investment Bankers Conference), незалежну від уже існуючої Асоціації інвестиційних банкірів. У групу ввійшло близько 20 % усіх біржових брокерів.

Ініціативу підтримав Вільям Дуглас, адже група могла впливати на позабіржовий ринок, а він розумів, що якби SEC спробувала регулювати даний ринок, то це закінчилося б невдачею і негативно вплинуло на імідж не тільки Комісії з цінних паперів, а й самого Дугласа.

А в 1937 р. видали закон Мелоні (названий іменем Френсіса Мелоні, сенатора від штату Коннектикут), згідно з яким була заснована Національна асоціація дилерів цінних паперів (National Association of Securities Dealers, NASD), яка спостерігала за позабіржовим ринком.

Асоціація об'єднала більшість брокерів і дилерів, які працювали на ринку цінних паперів. Критиків в асоціації практично не було. На ринку незареєстрованих цінних паперів, що не ввійшли в котирування фондових бірж, відзначалися значні коливання цін, і всі розуміли необхідність хоча б якихось заходів для порядку на цьому ринку.

Акції найбільших відомих компаній (близько 2500 найменувань цінних паперів) торгувалися на Нью-Йоркській біржі та фондових біржах інших міст, але кількість акцій, що не увійшли в котирування бірж, також була великою — близько 3000 найменувань. Раніше незареєстровані папери, які не ввійшли в котирування, не підлягали жодному регулюванню. Ціни на них визначали стихійно, а надання інформації про емісії та емітентів було епізодичним.

Після створення NASD на ці папери також стали поширюватися норми забезпечення інформаційної прозорості.

¹²⁵¹ Douglas W. Democracy and Finance. The Addresses and Public Statements of W. O. Douglas as Member and Chairman of the Securities and Exchange Commission / W. Douglas. — New Haven, Conn.: Yale University Press, 1940. — P. 8.

Але практично забезпечити виконання цих правил було важко — на позабіржовому ринку працювало близько 6 тис. осіб, і контролювати дотримання ними правил інформаційної прозорості було проблематично. Але, хай там як, усі погоджувалися, що краще будь-які спроби регулювання позабіржового ринку, аніж повна його стихійність і некерованість¹²⁵².

Пожвавлення ринку 1935 р. і спад 1938 р.

Всі ці заходи для регулювання ринку та оздоровлення фінансової системи незабаром дали свої результати, і після несприятливого періоду 1934–1935 рр. емісії корпоративних паперів почали зростати. Зокрема, з 1934 по 1936 р. кількість нових облігацій збільшилася в 15 разів, хоча серед них значна частина емісій не була зареєстрована в SEC і продавалася в приватному порядку порівняно невеликій кількості інституційних інвесторів.

Після ухвалення в 1934 р. закону про цінні папери й біржі почалося деяке пожвавлення на ринку цінних паперів. Однак воно виявилось оманливим, оскільки багато з випущених облігаційних позик насправді були позиками рефінансування. Коли наставали терміни погашення старих облігацій, їх можна було вигідно рефінансувати під низькі відсотки. Гарантами нових облігацій були ті самі андерайтери, які розміщували на ринку початкові випуски.

Таким чином, якщо первинним андерайтером був банк J. P. Morgan and Company, то під час рефінансування андерайтером ставала компанія Morgan Stanley and Company, а по суті той самий банк Моргана. Так створювалася видимість певного підйому на ринку цінних паперів. Однак в суспільстві зріло занепокоєння, що значна частина промислових підприємств і банків контролюється одними й тими самими монополістами, зокрема Морганом.

У той час таке «приватне» розміщення емісій цінних паперів серед «своїх» інвесторів рекламувалося інвестиційними банками як один зі способів обійти нові правила реєстрації

¹²⁵² SEC Expels Meehan on Rigging Charge; First Action of Its Kind Taken by Federal Agency Under Securities Act of 1934 // The New York Times. — 1937. — 3 August.

цінних паперів, запроваджені законом 1934 р. про цінні папери та біржі. Але незабаром в економіці почалося помітне відновлення, тому про спроби обійти закони вже ніхто не казав. До 1937 р. обсяг виробництва досяг рівня 1929 р., безробіття скоротилося з 25 % до 14 %. Однак підйом тривав недовго, і в 1937 р. почався новий спад, коли продажі паперів на Нью-Йоркській біржі зменшилися на 25 %, а рівень безробіття знову зріс до 20 %.

Прихильники «нового курсу» Рузвельта вважали, що в економічному спаді винні саме інвестиційні банки, які завжди опиралися всім спробам регулювати ринок цінних паперів. А банкіри думали інакше, що у всьому винне надмірне регулювання ринку, яке призвело до зниження доходів від андеррайтингу; вони справді впали порівняно з 1920-ми роками на 50 %. Ще більше скоротився прибуток брокерів — з 227 млн доларів у 1929 р. до 43 млн у 1938 р.¹²⁵³.

У цей час загальну увагу в біржових колах привернув скандал навколо Річарда Вітні, президента Нью-Йоркської біржі. У 1937 р. під час чергового спаду на ринку Вітні, за характером справжній біржовий гравець, який завжди мав схильність до ризику, став інвестувати капітали в папери, сумнівність яких була очевидною для всіх. Коли вартість цих паперів почала падати, виявилось, що Вітні мав великі борги, зокрема перед банком Моргана, де працював його брат Чарльз. Компенсувати втрати він не зміг, і тоді став брати гроші з фонду Нью-Йоркської біржі, привласнивши загалом приблизно 1 млн доларів. Коли про це дізналися, почався скандал, Вітні опинився на лаві підсудних, а потім у в'язниці. На цьому закінчилася його кар'єра фінансиста.

Після скандалу з Вітні SEC порушила питання про реформування Нью-Йоркської біржі. Створили спеціальну комісію Конвея, яка пропонувала не тільки змінити систему управління біржею, а й зробити посаду президента оплачуваною. До того президент біржі (зокрема Вітні) добровільно виконував ці обов'язки, він був представником біржового співтовариства, у принципі не маючи можливості ухвалювати якісь рішення, що суперечили інтересам біржових трейдерів.

¹²⁵³ Carosso V. Investment banking in America: A History / V. Carosso. — Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. — P. 397.

Особливий інтерес до реформування біржі проявляв голова Комісії з цінних паперів і бірж Вільям Дуглас, який пропонував призначити на посаду президента біржі Вільяма Макчесні Мартіна, відомого скромним, навіть аскетичним способом життя та прихильністю ідеям реформування біржі. Призначення Мартіна мало символічне значення — після скандалу з Вітні біржа остаточно звільнилася від тих осіб на керівних посадах, які були пов'язані із крахом 1929 р.

Дуглас мав масштабний план обмежити вплив брокерських фірм — великих власників цінних паперів клієнтів-вкладників. Зазвичай папери, які перебували на зберіганні в брокерських фірмах, надавали в кредит гравцям на зниження. Дуглас хотів обмежити саму можливість такої гри, пропонуючи організувати велику трастову компанію — депозитарій цінних паперів. Це не тільки могло позбавити брокерські фірми можливості зберігати папери клієнтів, а й усунуло б саму можливість використовувати ці папери для гри на зниження.

Спад 1938 р. підштовхнув уряд до чергового етапу боротьби з монополістами (такими як US Steel, AT&T та багатьма іншими) і створенню в червні 1938 р. Тимчасового національного комітету з економіки (Temporary National Economic Committee, TNEC). Комітет почав розслідування надмірного впливу монополій, зокрема у сфері інвестиційного фінансування, страхування та комунальних послуг.

Супротивники «нового курсу» вважали створення TNEC черговим кроком для посилення державного втручання в економіку замість того, щоб розвивати вільне приватне підприємництво. Особливу увагу TNEC привертала концентрація влади в інвестиційних банках. І справді, у цей час інвестиційні банки розміщували значну частину нових емісій цінних паперів у закритому порядку, не пропонуючи їх на відкритих торгах. У 1938–1940 рр. у такий спосіб майже половину корпоративних паперів розмістили серед великих інституційних інвесторів в обхід реєстрації в Комісії з цінних паперів і бірж. Здавалося, що під час нетривалого підйому 1937 р. ця практика пішла в минуле, але з початком спаду 1938 р. вона знову поширилася.

На біржі, де переважали супротивники реформ Рузвельта, панувала думка, що така практика є прямим наслідком надмірно ускладненої процедури реєстрації емісій. Однак прихильники «нового курсу» вважали, що для зрілих і ста-

більших компаній немає жодної проблеми в реєстрації випусків цінних паперів і відкритому їхньому продажу на конкурентній основі з використанням кредитних рейтингів. На практиці приватні й закриті продажі паперів почали зростати саме після створення Тимчасового національного комітету з економіки (TNEC).

Комітет швидко виявив факти концентрації капіталів і влади в інвестиційних банках та великих корпораціях¹²⁵⁴. Серед шести основних андерайтерів лідував банк Морган — адже всі розуміли, що компанія Morgan Stanley є новою вивіскою для знаменитої J.P. Morgan and Company. Шість найбільших андерайтерів були тісно пов'язані між собою¹²⁵⁵.

Наприкінці 1930-х років, коли зростала загальна міжнародна напруженість і світ перебував на межі нової війни, на американському ринку цінних паперів відзначалася стагнація — почасти через загальну невизначеність, почасти через обмеження, створені політикою Рузвельта. Після спаду 1937–1938 рр. випуск корпоративних облігацій трохи збільшився, але на ринку акцій не спостерігалось жодної позитивної динаміки. Інвестиційні банки підтримували себе закритими приватними розміщеннями облігацій. Але брокерські ком-

¹²⁵⁴ Серед основних андерайтерів корпоративних цінних паперів домінували ті самі великі компанії з Нью-Йорка: Morgan Stanley and Company, First Boston Corporation, Kuhn, Loeb and Company, Dillon Read, Smith Barney and Company, Blyth and Company. З 1934 до 1939 р. ці компанії були андерайтерами 57 % нових емісій цінних паперів. Інша група з 14 не таких великих нью-йоркських компаній були андерайтерами 21 % паперів, що залишилися, а компанії з інших міст були андерайтерами лише 12 % випусків нових паперів. При цьому шість компаній з першої групи були андерайтерами найбільш ліквідних паперів з високим рейтингом; 14 компаній другої групи займалися розміщенням паперів з більш низькими рейтингами, а компанії з інших міст не мали доступу до високоліквідних паперів, займаючись в основному виведенням на ринок паперів низької якості.

¹²⁵⁵ Чарльз Бліт з Blyth and Company керував цією інвестиційною компанією разом із Чарльзом Мітчеллом з добре відомої наприкінці 1920-х National City Company. Подібні зв'язки були між іншими основними андерайтерами. Критики «нового курсу» вважали, що в такій концентрації немає нічого протизаконного й незвичайного — це звична практика, яка посилилася в період економічної депресії, коли виживали найбільші компанії. Подібна монополізація була виявлена TNEC і в страховому бізнесі, зокрема серед компаній, що займалися страхуванням життя. П'ять провідних компаній (Metropolitan Life Insurance Company, Prudential Insurance Company та інші) контролювали більше 50 % активів усіх страхових компаній США, а 16 найбільших страхових компаній володіли 85 % активів (Lynch D. The Concentration of Economic Power / D. Lynch. — N.Y.: Columbia University Press, 1946. — P. 118).

панії зазнавали значних труднощів — обсяг операцій із цінними паперами на Нью-Йоркській біржі знизився вчетверо порівняно навіть із початком 1930-х років, не кажучи вже про кінець 1920-х. Значно скоротилася кількість членів біржі, і ринок переживав загалом не найкращі часи. Діяльність брокерів ринку цінних паперів була значно обмеженою новими правилами, запровадженими SEC, а також нормами, встановленими Національною асоціацією дилерів цінних паперів. Усі ці обмеження торкнулися насамперед тих, хто виконував основний обсяг біржових операцій із цінними паперами, що не могло не позначитися на подальшому загальному зниженні активності. Інвестори бачили всі ці настрої ринку, тому також не поспішали вкладати капітали в цінні папери.

Певне поживавлення на ринку цінних паперів почалося, коли в 1941–1945 рр. Казначейство США розмістило сім випусків облігацій військових позик. У кожному з округів ФРС розміщенням облігацій займався один з уповноважених банків — членів Федеральної резервної системи, який розподіляв потім облігації у місцевих банках. Загалом у розміщенні цих облігацій брало участь 500 дилерів і декілька тисяч банків, а найбільшим продавцем облігацій військових позик була Kidder, Peabody and Company. За рахунок розміщення цих облігацій до 1945 р. державний борг США зріс із 45 млрд доларів у 1941 р. до 260 млрд у 1945 р.¹²⁵⁶ У стабілізації економічної системи США чи не найважливіше значення мали державні замовлення військовій промисловості¹²⁵⁷. За час війни в США була відновлена повна зайнятість, хоча показників докризового 1929 р. американська економіка досягла тільки в 1954 р.

¹²⁵⁶ U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. — Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1961. — P. 720.

¹²⁵⁷ Вони швидко зростали з 15 млрд доларів у 1940 р. до 36,2 млрд у 1941 р. (на 141,3%), потім до 98,9 млрд у 1942 р. (на 173,2%) і до 147,8 млрд у 1943 р. (на 49,4%) — загалом більше ніж у вісім разів. Безробіття знизилося з 14,6% у 1940 р. до 9,9% у 1941 р., 4,7% у 1942 р. і 1,9% у 1943 р.

Німеччина: від «плану Дауеса» до Третього рейха

Результати війни та суперечки про репарації

У роки перед Першою світовою війною успіхи Німеччини вражали всіх — з не дуже розвиненої аграрної країни вона перетворилася на динамічну за темпами економічного зростання індустріальну державу, яка стала випереджати технологічними інноваціями та науковим потенціалом Францію та Велику Британію. Але як фінансовий центр Берлін ще не міг бути конкурентом Лондону або Парижу.

За словами найбільш відомого німецького фінансиста тих років Ялмара Шахта, у передвоєнні роки стабільне просування Німеччини на світові ринки стало причиною негативного ставлення старих індустріальних держав, які бачили в цьому загрозу для свого місця на цих ринках¹²⁵⁸.

На початку Першої світової війни загальні настрої на німецькому фінансовому ринку були набагато спокійнішими, ніж на британському, хоча зниження курсів акцій наприкінці липня 1914 р. створило утруднення для деяких німецьких банків. Зокрема, Norddeutsche Handelsbank з Ганноверу закрився, а декілька фінансистів збанкрутували та заподіяли собі смерть. Однак панічного зняття вкладів не було, а золоті резерви Рейхсбанку (500 млн доларів) скоротилися на початку війни лише на 25 млн доларів.

На німецькому ринку акцій була група паперів, які не тільки не знецінилися за роки війни, але й значно зросли в ціні з 1914 по 1922 р. (у середньому в 13 разів). Це були акції деяких гірничодобувних компаній (Gelsenkirchen — з 181 до 1374 марок; Muhlheimer — з 155 до 1990 марок), машинобудівних і військових підприємств (Schwelmer Eisenwerk — зі 135 до 2800 марок; Deutsche Waffen — з 331 до 1605 марок). Курси інших акцій знизилися в середньому втричі.

¹²⁵⁸ Schacht H. My first seventy-six years / H. Schacht. — L.: Allan Wingate, 1955. — P. 129.

Ще в червні 1918 р. здавалося, що шанси Німеччини на перемогу досить великі — німецькі війська були менш ніж за 100 кілометрів від Парижу. Але коли союзники перейшли в наступ, виявилося, що ресурси Німеччини вже вичерпані. Загострилася політична криза, і 9 листопада кайзер Вільгельм втік до Нідерландів. Через два дні, 11 листопада 1918 р., була підписана угода про припинення війни. Рейхсканцлером став принц Макс Баденський, а лідер соціал-демократичної партії Філіп Шейдеман привселюдно оголосив про створення німецької республіки. Після цього в Берліні на вулицях почалися безладдя й зіткнення між військами та комуністично налаштованими членами «Союзу Спартака».

Незабаром після закінчення війни у фінансових і політичних колах виникли суперечки про німецькі репарації — грошову компенсацію, яку Німеччина мала сплатити Франції, Англії та США за умовами Версальського мирного договору. Спершу йшлося про суму 132 млрд марок золотом¹²⁵⁹ (близько 30 млрд доларів за довоєнним курсом 4,2 марки за долар). Оскільки Німеччина не мала можливості одразу сплатити цю суму, країни-переможці вивозили з німецької території все цінне.

Питання про репарації почали обговорювати на Паризькій мирній конференції (проходила з перервами з 18 січня 1919 р. по 21 січня 1920 р.). Найбільш жорстку позицію займала Франція, яка колись чесно виплатила Німеччині після Франко-пруської війни 1870–1871 рр. 5 млрд франків золотом. Тому вона вимагала, щоб взяти з Німеччини максимальну компенсацію.

Справді, за півстоліття Німеччина двічі першою нападала на Францію, до того ж на початку XX ст. вона не тільки була визнаним технологічним лідером, а і за кількістю населення (60 млн осіб) перевершувала Францію (40 млн осіб). Тому Франція хотіла скористатися можливістю послабити такого небезпечного конкурента, займаючи непохитну позицію на Паризькій конференції і на всіх подальших переговорах.

¹²⁵⁹ Guinnane T. W. German Debt in the Twentieth Century / T. W. Guinnane // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. — Oxford: Oxford University Press, 2005. — P. 327–358; Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. — N.Y.: The Penguin Press, 2008. — P. 159.

І хоча одержання грошової компенсації від Німеччини не було найважливішим питанням порівняно з політичною конкуренцією, з боку французької делегації надходили іноді зовсім нереалістичні вимоги щодо розмірів репарацій. Вони сягали 100 млрд доларів (при тому, що ВВП Німеччини в 1912 році був лише 12 млрд доларів). Це затягувало переговори про репарації, і сформувати єдину думку серед союзників так і не вдалося. Британська делегація пропонувала, щоб репарації були не менше 55 млрд доларів, американська делегація називала найбільш адекватну суму, від 10–12 млрд (що було співмірно з довоєнним ВВП) до 24 млрд доларів.

Нарешті було ухвалено рішення, що частину репарацій (5 млрд доларів) Німеччина має сплатити до 1 травня 1921 р., а розмір іншої частини визначать пізніше. У 1920 р. комісія з репарацій, що працювала в Парижі, уточнила їхній загальний обсяг — 33 млрд доларів. Однак на практиці Німеччина з 1919 по 1921 р. із труднощами змогла сплатити лише 2 із запланових на ці роки 5 млрд.

У травні 1922 р. на конференції в Лондоні запропонували новий план, згідно з яким суму репарацій знизили до 12,5 млрд доларів (довоєнний ВВП Німеччини), а щорічні виплати Німеччини мали становити 600–800 млн доларів. Але німецька сторона не погодилася і на цю пропозицію, намагаючись усіма способами ще зменшити розмір репарацій, затягуючи терміни сплати та не дотримуючись графіка платежів.

Гіперінфляція в Німеччині

Якщо союзники хотіли взагалі отримати хоч якісь репарації, Німеччині потрібно було надати можливість відновити свою промисловість, інакше за відсутності джерела доходів сплачувати репарації вона взагалі не мала можливості. Але у цей час у Німеччині зростав дефіцит бюджету. Витрати за роки війни були величезними у всіх її учасників, але особливо сильним їхній тягар був у Німеччині. З 47 млн доларів військових витрат лише 10 % вдалося компенсувати за рахунок податків.

У Німеччині не було ані настільки розвиненого ринку цінних паперів, як в Англії (де успішно розміщували облігації військових позик), ані такої кількості інвесторів-рантє (пере-

важно із середнього класу), як у Франції. Промислове виробництво за роки війни скоротилося в Німеччині, як і у Франції, на 30 % (у Великій Британії — лише на 5 %).

Залишалася тільки грошова емісія. Хоча за час війни, з 1914 по 1918 р., кількість готівки в обігу зросла у всіх країнах (в Англії удвічі, у Франції — утричі, а в Німеччині — учетверо), подальша гіперінфляція в німецькій фінансовій системі була безпрецедентною. Початок такої фінансової політики, яка призвела згодом до тяжких наслідків, зазвичай пов'язують із іменами голови Рейхсбанку Рудольфа фон Хавенштайна та секретаря казначейства, економіста Карла Хейферіха, автора книги *Das Geld*¹²⁶⁰.

Переможена Німеччина пішла найлегшим для себе шляхом, збільшивши до кінця 1920 р. грошову масу на 400 %, після чого ціни зросли вдесятеро порівняно з 1913 р. Потрібна була девальвація, але німецький уряд під впливом Хавенштайна обрав інфляцію почасти для того, щоб зменшити виплати за військовими репараціями. Рейхсбанк почав збільшувати грошову емісію. Це призвело до очікуваного швидкого падіння курсу марки: якщо в 1914 р. він був 4,2 за 1 долар, у 1920 р. — 65, то в 1922 р. — 7000.

Ситуація ще більше загострилася після того, як на початку 1923 р. через порушення термінів виплати репарацій франко-бельгійські війська зайняли Рурську область, яка давала Німеччині 90 % вугілля й 50 % заліза. Дефіцит бюджету досяг 1,5 млрд доларів. За 1922 р. в обіг було випущено 1 трлн марок, а за перше півріччя 1923 р. — уже 17 трлн. У листопаді 1923 р. гіперінфляція досягла небувалих масштабів — за 1 долар давали 30 млрд марок. У такій самій пропорції зросли ціни на товари першої необхідності.

«Одразу впала марка, і продовжувала нестримно падати, поки не дійшла до фантастично божевільних чисел-більйонів. Тільки тепер інфляція відзначала тут свій шабаш відьом, порівняно з яким наша австрійська інфляція з її неймовірним співвідношенням один до п'ятнадцяти тисяч здавалася тепер лише дитячою грою. Щоб розповісти про неї у всіх подробицях, з усією її абсурдністю, потрібна була б ціла книга, і цю книгу люди сьогодиншнього дня сприйняли б як казку. Були такі дні, коли ранком газета коштувала п'ятдесят тисяч, а ввечері —

¹²⁶⁰ Helfferich K. *Das Geld* / K. Helfferich. — Berlin: C. L. Hirschfeld, 1903. — 590 s.

сто; хто хотів обміняти іноземні гроші, відкладав цей обмін на годину-другу, тому що о четвертій він одержував у багато разів більше, ніж за шістдесят хвилин перед тим», — згадував С. Цвейг. А над усією цією вакханалією «на недосяжній висоті стояла фігура великого спекулянта Стіннеса. Користуючись тим, що марка нестримно падала, він скуповував усе, що можна було купити: вугільні шахти й кораблі, фабрики й пакети акцій, замки й маєтки». Незабаром у його руках опинилася «чверть Німеччини, і дивна річ — ним, немов генієм, бурхливо захоплювався народ, який у Німеччині завжди вклонявся видимому успіху. На вулицях тисячами стояли безробітні, показували кулаки спекулянтам, які сиділи в розкішних автомобілях, та іноземцям, які купували цілі вулиці, немов коробку сірників¹²⁶¹». «То був час інфляції. На місяць я заробляв двісті мільярдів марок. Гроші видавали два рази на день, і щоразу робили на пів години перерву, щоб збігати в магазини й встигнути купити хоч щось до чергового оголошення курсу долара, тому що після цього гроші знову наполовину знецінювалися»¹²⁶².

На початку листопада 1923 р. хліб у Берліні коштував 140 млрд марок, і по всій країні почалися заворушення. У Мюнхені відбувся знаменитий «пивний путч», під час якого Гітлер і його послідовники вперше спробували захопити владу. В умовах гіперінфляції розцвіла спекуляція цінними паперами, хоча багато з них значно впали в ціні порівняно з довоєнним часом (акції Deutsche Bank — зі 114 до 6,5 фунтів; Siemens und Halske — зі 101 до 6 фунтів). Загальна вартість акцій, що котирувалися на Берлінській біржі, знизилася з 1767 до 600 млн фунтів у 1921 р.¹²⁶³.

¹²⁶¹ «Я послав моєму видавцеві рукопис, над яким працював цілий рік, і вважав себе забезпеченим, вимагаючи негайної оплати наперед за десять тисяч примірників. Але коли я одержав переказ, він вже ледве покрив поштові витрати на пересилання рукопису». У цей божевільний час «за сто доларів можна було кварталами закуповувати семиповерхові будинки на Курфюрстендамм... Підлітки, які знайшли в порту забутий ящик мила, місяцями ганяли на машинах і жили як князі, продаючи щодня по одному шматку, у той час як їхні батьки, колись багаті люди, перебивалися як тільки могли. Рознощики засновували банки і спекулювали валютами різних країн» (Цвейг С. Вчорашній мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. — М.: Радуга, 1991. — С. 280–281).

¹²⁶² Ремарк Э. М. Три товарища / Э. М. Ремарк. — <http://www.lib.ru>

¹²⁶³ Fergusson A. When Money Dies. The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation and Hyperinflation in Weimar Germany / A. Fergusson. — N. Y.: Public Affairs, 2010. — P. 158.

Берлін 1920-х — «всесвітній Вавилон»

Незважаючи на напружений стан економіки, життя в Берліні вирувало — за короткий час на спекулятивній грі на біржі створювалися величезні капітали, які потім їхні власники хотіли так само швидко витратити, поки вони не знецінилися. Це порівняно молоде місто, назване Марком Твенем «німецьким Чикаго»¹²⁶⁴, сучасники вважали дещо вульгарним. Адже життя в ньому до війни не вирізнялося особливою вишуканістю.

Однак у період гіперінфляції Берлін раптом став новим «всесвітнім Вавилоном»¹²⁶⁵. Це місто у роки Веймарської республіки (1919–1933) вже мало чим нагадувало нуднувату й пихату столицю пруської родової знаті й законотворчого середнього класу, як до Першої світової війни. У 1920-ті роки Берлін, що звільнився від свого минулого, був наповнений особливою енергією, якої не було в жодному іншому місті Європи. Ця енергетика Берліну притягувала сюди найвидатніших письменників, художників, архітекторів, музикантів і діячів театру. Життя в Берліні «здавалося більш вільним, сучасним й захоплюючим», ніж в інших столицях світу¹²⁶⁶.

У Берліні тих років творчі пошуки і декаданс утворювали дивну суміш, яка зачаровувала. Таким життям на межі, життям з почуттям приреченості у тривожному очікуванні неминучого — часу, коли над містом почали майоріти прапори зі

¹²⁶⁴ Twain M. *The Chicago of Europe: And Other Tales of Foreign Travel* / M. Twain. — N. Y.: Sterling Publishing Company, 2009. — P. 191–195.

¹²⁶⁵ «Берлін перетворився на справжній Вавилон. Бари та розважальні заклади... росли як гриби... Навіть Рим Светонія не знав таких оргій, як берлінські бали трансвеститів, де сотні чоловіків у дамських платтях, а жінки в чоловічому одязі танцювали під наглядом поліції. Це божевільня як результат падіння всіх цінностей охопило саме буржуазні, доти непорушно стійкі кола... Але найогиднішим у цій еротоманії була її жахлива неприродність. В основі своєї німецька вакханалія, яка вибухнула разом з інфляцією, була лише сліпим наслідкуванням» (Цвейг С. *Вчерашній мир. Воспоминання європейця* / С. Цвейг. — М.: Радуга, 1991. — С. 283).

¹²⁶⁶ Shirer W. *The Rise and Fall of the Third Reich: A History of Nazi Germany* / W. Shirer. — N. Y.: Simon & Schuster, 1990. — P. 118. Shirer W. *Berlin diary: the journal of a foreign correspondent, 1934–1941* / W. Shirer. — N. Y.: Johns Hopkins University Press, 2002. Докладніше про життя в Берліні тих років див.: Gordon M. *Voluptuous panic: the erotic world of Weimar Berlin* / M. Gordon. — Los Angeles: Feral House, 2006.

свастикию, — Берлін приваблював багатьох. А ті, хто опинився тоді в Берліні, були підкорені цим містом, «яке сяяло і переливалося як дорогоцінний камінь»¹²⁶⁷.

Ялмар Шахт

У новому уряді Густава Штресермана в середині 1923 р. уповноваженим з грошового обігу став Ялмар Шахт, який розпочав свою кар'єру фінансиста у 1918 р. у Національному банку (Nationalbank), а незабаром його очолив. Коли в банк прийшов за запрошенням Шахта біржовий маклер Якоб Гольдшмідт, він після вдало спланованих злиттів і поглинань перетворив його на один із найбільших банківських консорціумів у Німеччині — Darmstädter und Nationalbank (Danatbank). Після цього Шахт почав віддалятися від Danatbank, де Гольдшмідт захопився ризикованими фінансовими операціями.

Нову посаду Ялмара Шахта — «уповноважений з грошового обігу» — створили на противагу посаді голови Рейхсбанку Рудольфа фон Хавенштайна, фінансова політика якого призвела до гіперінфляції. Хавенштайн вперто відмовлявся припинити емісію банкнот і не погоджувався піти у відставку, очевидно, щоб у такий спосіб не визнати свою провину за важкий стан німецької фінансової системи.

Спершу Шахт був прихильником проведення грошової реформи традиційним способом, на основі принципів золотого стандарту. Однак якщо до війни Німеччина мала золотий запас 1 млрд марок (який і тоді не повністю покривав грошову масу в обігу, еквівалентну 1,5 млрд доларів, понад 6 млрд марок), то на початку 1920-х років золотий запас становив не більше 150 млн доларів. До того ж розпоряджався ним фон Хавенштайн, який хотів за будь-яку ціну зберегти ці невеликі золоті резерви центрального банку. Тому для подолання гіперінфляції Я. Шахт розробив план випуску нової грошової одиниці — «рентної марки», забезпеченої не золотом, а земельною нерухомістю. Обсяг емісії рентних марок планувалося обмежити сумою 2,4 млрд марок (близько 600 млн доларів).

¹²⁶⁷ Large D. C. Berlin / D. C. Large. — N. Y.: Basic Books, 2000. — P. 211.

Обіг рентної марки почався 15 листопада 1923 р., і в Німеччині якийсь час паралельно існували дві грошові одиниці. Коли 20 листопада курс рейхсмарки максимально впав до 4,2 трлн марок за 1 долар, Шахт нарешті оголосив курс обміну рейхсмарок на рентні марки — 1 трлн рейхсмарок за 1 рентну марку. Цей курс був символічним для багатьох у Німеччині — таким (4,2 марки за 1 долар) він був до війни, у роки золотого стандарту. Фінансова система Німеччини швидко стабілізувалася, у січні 1924 р. був збалансований бюджет. Ялмар Шахт став дуже популярний, всі називали його рятівником німецької економіки.

Незабаром після цього Шахт вирушив до Англії — через голландський *Niederlandische Bank* він одержав інформацію, що управляючий Банком Англії Монтегю Норман позитивно ставиться до можливості їхньої зустрічі для обговорення питання про надання Німеччині кредиту. Норман добре розумів, що фінансові проблеми Німеччини створюють напруженість у всій фінансовій системі Європи, тому він хотів би підтримати конструктивні плани Шахта.

Однак ці плани після вдалої стабілізації німецької фінансової системи потребували подальшого фінансування, а репутація Німеччини була сильно порушена гіперінфляцією та проблемами з репараціями. У задумах Шахта було створення нового банку (*Golddiskontbank*) — філії Рейхсбанку, для чого йому потрібен був хоча б невеликий валютний резерв, 25–50 млн доларів. Надалі новий банк міг би вийти на фінансовий ринок Лондону для одержання більших кредитів. За планом Шахта новий банк мав здійснювати операції в британських фунтах, зокрема видавати в них валютні кредити. Тому Нормана в цих планах приваблювала ідея зміцнення позицій фунта в Німеччині.

«План Дауеса»

Після стабілізації фінансової системи Німеччини комісія з репарацій оголосила про створення двох міжнародних експертних комітетів — зі стабільності бюджету Німеччини та з проблеми відтоку капіталів із країни. Американську делегацію, що прибула в Париж і брала участь у роботі цих комітетів,

очолив Чарльз Дауес, банкір із Чикаго, який під час війни одержав військове звання генерала.

Спроби знизити суму репарацій спричинили сильний опір Франції. Але в січні 1924 р., незабаром після прибуття американської делегації для переговорів про репарації, у Франції почалася фінансова криза. Після підготовчої роботи комітетів, 9 квітня 1924 р., нарешті оголосили план, який дістав назву «план Дауеса». У ньому свідомо не вказували загальну суму репарацій та термін сплати, а лише визначався принцип і порядок виплат на найближчі роки.

Сутність плану була в тому, що він пропонував фінансову допомогу з боку США (де тоді не було проблеми з вільними капіталами) у формі цільових позик для відновлення промисловості. Після цього доходи від зростання промислового виробництва мали піти на сплату репарацій Англії та Франції, які згодом змогли б повернути США свої військові борги. «План Дауеса» передбачав початковий кредит 200 млн доларів, що надало б можливість Німеччині погасити заборгованість за репараціями, провести рекапіталізацію Рейхсбанку та створити золоті резерви.

У перший рік сума репарацій мала становити 250 млн доларів, а потім, разом із відновленням німецької економіки, поступово підвищуватися, щоб досягти наприкінці десятого року 600 млн доларів. У такому разі загальний обсяг репарацій за орієнтовними оцінками знижувався з 12 до 8–10 млрд доларів.

Згідно із планом, німецький уряд мав вносити суми виплат за репараціями на особливий депозитний рахунок у Рейхсбанку. Рахунок контролював генеральний агент з репарацій (представник США), який визначав, чи можна перераховувати накопичені на рахунку суми одержувачу платежу без шкоди для курсу марки й загального стану фінансової системи Німеччини. В іншому разі за рішенням генерального агента могли надаватися кредити німецьким компаніям.

Серед впливових фінансистів, які брали участь у цих переговорах, були Монтегю Норман від Банку Англії та Томас Ламонт від J. P. Morgan & Co. Норман спершу скептично ставився до роботи комісії Дауеса, але коли пропозиції конкретизувалися, а ключовим їхнім пунктом стала міжнародна позика Німеччини, Норман зрозумів, що він, як один з учасників цієї позики, може впливати на її умови. З американської

сторони учасниками позики, гарантованої державою, могли бути National City Bank; Kuhn, Loeb, а також J. P. Morgan.

Нарешті 14 серпня 1924 р. після тривалих дискусій ухвалили остаточний варіант «плану Дауеса». В основному його розробляв співробітник Дауеса й експерт комісії, Оуен Янг, керівник найбільших американських корпорацій — General Electric і Radio Corporation of America (RCA). У Німеччині його прізвище вимовляли як Юнг, і надалі згадували про нього саме під таким іменем.

За його задумом, США надавали кредити Німеччині, щоб вона виплачувала репарації європейським союзникам, а ті потім повертали свої військові борги уряду США. Почався «великий кругообіг паперів» через Атлантику, як його назвав Кейнс, вигідний насамперед для американських банків¹²⁶⁸.

Серед німецьких фінансистів багато хто (і насамперед Шахт) критикував цей план, тому що сума репарацій залишалася надто високою. Ніби передбачаючи майбутнє Німеччини, Шахт заявив, що умови плану неможливо виконати, а сам факт його ухвалення є «фатальною помилкою», яка може згодом призвести до непередбачених наслідків¹²⁶⁹. Але в короткотерміновій перспективі «план Дауеса» був конструктивним кроком — нарешті закінчилися стомлюючі дискусії про репарації, які тривали у фінансових і політичних колах уже п'ять років.

Німеччина змогла розмістити заплановану Шахтом облігаційну позику в Лондоні та Нью-Йорку. Після успіху позики ставлення до Німеччини як до позичальника почало змінюватися, і американські банки стали пропонувати позики. Це протягом 1920-х років забезпечило Німеччину фінансовими ресурсами. Чарльз Дауес прославився, у вересні 1924 р. його обрали віцепрезидентом США, а в 1925 р. нагородили Нобелівською премією миру.

¹²⁶⁸ Keynes J. M. The Progress of the Dawes Scheme / J. M. Keynes // Collected Writings. — Vol. XVIII. — L.: Macmillan, 1978. — P. 281.

¹²⁶⁹ Klein E. Road to Disaster / E. Klein. — L.: Allen and Unwin, 1940. — P. 248.

Економічний підйом 1920-х років

Після ухвалення «плану Дауеса» у німецькій економіці почався швидкий підйом. Рівень безробіття знизився до 6 %, обсяг промислового виробництва зріс на 50 %, експорту — на 75 %, а ВВП перевищив довоєнний рівень (12 млрд доларів) на 20 %¹²⁷⁰. «План Дауеса» був особливо вигідний американським банкам, яким гарантувалося повернення боргів.

Вони охоче надавали Німеччині кредити, і потік іноземних інвестицій з 1925 по 1927 р. досяг 1,5 млрд доларів. З них на репараційні виплати потрібно було витратити за два роки лише 0,5 млрд, а решту коштів спрямували на зростання економіки. Запланований у 1926 р. дефіцит бюджету був невеликим і становив лише 200 млн доларів (менше 1,5 % ВВП, який досягнув 14 млрд доларів). Німеччина насолоджувалася економічним підйомом, одним із творців якого всі вважали Ялмара Шахта.

Основна проблема з іноземними інвестиціями у Німеччині була в тому, що вони часто використовувалися недовідно. Кредити брали невеликі міста з метою благоустрою, що після періоду гіперінфляції та суворої економії можна зрозуміти. Тому ілюзія процвітання Німеччини була лише ілюзією: іноземні капітали, витрачені на споживання, а не на модернізацію промисловості, не давали можливості одержати дохід від цих інвестицій.

У ті роки, коли нарешті з'явилися гроші, мало хто замислювався про те, що іноземні кредити доведеться колись повертати. Але це добре розумів Шахт. Особливо його непокоїв спекулятивний бум, який починався на ринку цінних паперів. У роки гіперінфляції акції майже повністю знецінилися (мінімальні ціни на ринку були в 1922 р.), але з 1922 по 1927 р. капіталізація німецького ринку акцій зросла вчетверо — з 1,5 млрд доларів до 6 млрд¹²⁷¹.

¹²⁷⁰ Почали виникати нові трести й концерни (у 1920 р. «Сталевий трест», що являв собою повний комплекс із шахт і рудників, електростанцій і машинобудівних заводів; у 1925 р. — хімічний трест «Фарбеніндустрі»). Але після тривалого періоду гіперінфляції внутрішній німецький ринок був дуже вузький, до 1929 р. промислове виробництво зросло порівняно з 1913 р. лише на 8 %. Підприємства працювали на 70 % потужності, і в країні залишалося 4 млн безробітних при населенні близько 60 млн осіб.

¹²⁷¹ Voth H. J. Did High Wages of High Interest Rates Bring Down Weimar Republic.

Стурбований цим Шахт 12 травня 1927 р. дав розпорядження всім німецьким банкам скоротити кредити на придбання цінних паперів на 25 %, після чого в «чорну п'ятницю» 13 травня, як її назвали німецькі газети, курси акцій знизилися на 10 %, а за наступні пів року — ще на 20 %. Багато хто критикував ці дії Шахта, тому що зростання цін на німецькі акції насправді не було якимось надмірним. Воно відображало загальний настрій економічного підйому, який надто обережний Шахт намагався загальмувати. Капіталізація ринку акцій також не була завищеною — 7 млрд доларів (менше 50 % ВВП). Вона становила лише 60 % довоєнного рівня (близько 11 млрд доларів, ВВП 12 млрд доларів). До того ж німецькі муніципалітети, ніяк не пов'язані з ринком цінних паперів, продовжували брати нові кредити, спрямовані на споживання.

Коли Шахт зрозумів неефективність власних дій, він (як принциповий супротивник самої ідеї репарацій) почав перешкоджати реалізації «плану Дауеса», хоча саме на цьому плані трималися економічний добробут і політична стабільність Німеччини в ті роки. Усе це загострювало стосунки Шахта з урядом і підривало його репутацію як керівника Рейхсбанку.

Завдяки стабільному курсу валюти 4,2 марки за долар Німеччині вдалося уникнути проблеми завищених цін на товари, що гальмували економічне зростання у Великій Британії. Німецькі товари були недорогі й конкурентоспроможні, а експорт зростав. Але відновити золотий запас, майже повністю втрачений на початку 1920-х, поки не вдавалося.

З 1924 по 1928 р. Німеччина щорічно одержувала близько 600 млн доларів іноземних кредитів, загалом більше 3 млрд доларів (з яких 2 млрд — довготермінові позики, а 1 млрд — короткотермінові). Процентна ставка в Німеччині в ці роки утримувалася на рівні 7 %. Але в 1928 р., під час швидкого зростання американського ринку цінних паперів, коли ставки за онкольними кредитами досягли 20 % і більше, американські банки раптово втратили інтерес до кредитування Німеччини. Усі фінансові ресурси притягував до себе зростаючий спекулятивний пузир на американському ринку акцій, куди було набагато вигідніше вкладати капітали.

Cointegration Model of Investment in Germany, 1925–1930 / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. — 1995. — № 55. — P. 801–821; Voth H. J. With a Bang not a Whimper: Pricking Germany's Stock Market Bubble in 1927 and the Slide into Depression / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. — 2005. — № 63. — P. 72.

Німецьким банкам доводилося брати більше коротко-термінових кредитів у Лондоні, зокрема у французьких банках. Можна було тільки дивуватися «особливому інстинкту французів», як іронічно казав один зі співробітників британського міністерства фінансів, «інвестувати капітали в країну-банкрута», натакаючи на втрати Франції в Росії після революції 1917 р.¹²⁷².

«План Юнга» і спад у Німеччині

Бездумна витрата іноземних інвестицій на споживання не залишилася без наслідків — на початку 1929 р. у Німеччині почався швидко прогресуючий економічний спад, хоча, за «планом Дауеса», до цього часу країна вже мала відновити свою економіку і сплачувати репарації в повному обсязі, по 625 млн доларів на рік.

Мабуть, тоді у Шахта, принципового супротивника репарацій, виникла небезпечна ідея виждати, поки в Німеччині настане загальний економічний крах разом із міжнародною кризою неплатежів (у той час про наближення такої кризи було багато розмов). Тоді основні держави оголосять дефолт за боргами, а тому всі військові борги можуть скасувати або реструктуризувати. Важко сказати, що змушувало Шахта вірити в реальну можливість скасування боргів навіть під час кризи.

Але Паризька конференція у лютому 1929 р. повністю перекреслила цю віру. На конференції офіційно оголосили, що Німеччина протягом 37 років має щорічно платити по 525 млн доларів, а потім 21 рік — по 400 млн доларів. Для Шахта це був шок, він став висувати ультимативні умови, пов'язані з поверненням Німеччині її колоній (на що він, як керівник центрального банку, не мав ніяких повноважень), і конференція була на межі закриття.

У відповідь на це французькі вкладники почали масово забирати гроші з німецьких банків (загалом там було депозитів цих вкладників на 200 млн доларів), і протягом наступ-

¹²⁷² McNeil W. American Money and the Weimar Republic: Economics and Politics on the Eve of the Great Depression / W. McNeil. — N. Y.: Columbia University Press, 1986. — P. 228.

них днів відтік золота з Німеччини досяг 100 млн доларів. Рейхсбанку довелося підняти ставку до 7,5 %, хоча в країні після припинення надходження інвестицій вже й без того почалася глибока рецесія, а кількість безробітних досягла 2 млн. За таких умов підвищення ставки було зовсім небажаним, але банк не бачив іншого виходу.

У відповідь на вилучення французьких депозитів Шахт заявив, що в такому разі він використає передбачену «планом Дауеса» можливість оголосити дефолт за всіма репараційними виплатами та іншими боргами Німеччини. А ці борги досягали близько 1,5 млрд доларів американським банкам, 0,5 млрд — британським і 200–300 млн — французьким. Оголошення Німеччиною дефолту за всіма боргами спричинило б світову фінансову кризу, і Банк Франції призупинив виведення з Німеччини французьких капіталів.

Німецький уряд критикував авантюру Шахта, яка загрожувала зірвати конференцію в Парижі, і вимагав від нього продовжити переговори на основі пропозицій союзників. Зрештою було досягнуто угоди, яка дістала назву «план Юнга». Протягом 36 років репарації повинні були виплачуватися в розмірі близько 500 млн доларів, потім 22 роки — по 375 млн. Для контролю над репараційними виплатами вирішили, що центральні банки основних європейських країн заснують Банк міжнародних розрахунків (Bank of International Settlements, BIS), і він буде сек'юритизувати майбутні репараційні виплати, випускаючи на відповідні суми облігації¹²⁷³. У Німеччині багато хто виступав проти Шахта, критикуючи умови підписаного договору та «плану Юнга». А сам Шахт песимістично заявляв, що фінансова криза в Німеччині поки що відтермінована, але вона неминуче настане через два-три роки¹²⁷⁴.

На початку 1931 р. ситуація в Німеччині ще більше погіршилася — у країні було 4,7 млн безробітних (25 % усієї ро-

¹²⁷³ James H. The End of Globalization. Lesson from the Great Depression / H. James. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2002. — P. 40–41; Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. — Berkeley: University of California Press, 1986. — P. 65–69.

¹²⁷⁴ Schacht H. My First Seventy-six Years: Autobiography / H. Schacht. — London: Wingate, 1955. — P. 247; Kopfer C. Hjalmar Schacht: Aufstieg und Fall von Hitlers mächtigstem Bankier / C. Kopfer. — Munich-Berlin: Hanser, 2006. — P. 157.

бочої сили), ще 2 млн працювали неповний день (у США тоді було 2 млн безробітних). Зростання безробіття призвело до збільшення державних витрат на допомогу у зв'язку з безробіттям, і це ще більше поглиблювало дефіцит бюджету.

Ялмар Шахт, який ще в 1928 р. виступав проти збільшення державного боргу, остаточно переконався, що уряд соціалістів не може ефективно управляти економікою, і реальною стає загроза державного банкрутства. Тому 7 березня 1930 р. Шахт вирішив піти з посади. Він розумів, що Німеччина рухається до фінансового краху, пов'язаного із кризою зовнішнього боргу, і тому хотів відсторонитися від цього. До того ж Шахт не міг запропонувати нічого конструктивного, крім обмеження державних витрат. А всі його заяви про те, що Німеччина не може платити репарації, були лише емоціями, далекими від політичних реалій початку 1930-х років.

Наприкінці березня 1930 р. новим канцлером Німеччини став Генріх Брюнінг, а на виборах другою за чисельності фракцією в Рейхстазі стала Націонал-соціалістична німецька робітнича партія (Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei, NSDAP), лідером якої був Адольф Гітлер. На фінансових ринках ця звістка спричинила занепокоєння й відтік капіталу. З Німеччини за короткий час вивели 380 млн доларів (близько половини всіх резервів), і Рейхсбанк підняв знижену з початком спаду ставку до 5 % (у 1930 р. у Нью-Йорку та Парижі вона становила 2 %, у Лондоні — 3 %).

Після цього безробіття в Німеччині почало зростати ще швидше, як і загальний дефіцит бюджету. Канцлер Брюнінг обмежив виплату допомоги у зв'язку з безробіттям, на 20 % скоротив оплату урядових чиновників і підвищив прибутковий податок, даючи цим зрозуміти, що економіка перебуває в такому поганому стані, що Німеччина не може виплачувати репарації. Ці заходи справді скоротили дефіцит бюджету в Німеччині з 200 до 100 млн доларів (менше 1 % ВВП). У США дефіцит бюджету досягав у 1931 р. 2 млрд доларів — 4 % ВВП (у 1929 р. — 1 млрд), у Великій Британії 600 млн доларів — 2,5 % ВВП.

Тим часом Шахт як приватна особа вирушив у подорож декількома країнами Європи, а у вересні 1930 р. прибув у США, де об'їхав близько 20 міст, виступаючи з лекціями та привертаючи до себе увагу. Загальною темою його виступів був стан німецької економіки та неможливість виплати репа-

рацій. За словами Шахта, Німеччина із ВВП 16 млрд доларів, експортом 3 млрд доларів і зовнішнім боргом 6 млрд доларів не в змозі виплачувати по 0,5 млрд доларів на рік Англії та Франції. За його словами, саме «репарації є причиною загальносвітової депресії»¹²⁷⁵.

Коли його запитували про Гітлера, він відповідав, що якщо німецький народ буде голодувати, то з'явиться ще більше таких лідерів, як Гітлер¹²⁷⁶. Незабаром, на початку 1931 р., почалося зближення Шахта з нацистами. Їм симпатизувала його дружина, надаючи партії Гітлера фінансову підтримку і з'являючись на світських прийомах із брошкою у формі свастики з рубінів і діамантів¹²⁷⁷. Коли її питали, що означає цей знак, вона посміхалася і казала, що скоро всі про це дізнаються.

Крах віденського банку Creditanstalt

У травні 1931 р. відбулося банкрутство найстарішого та найбільшого австрійського банку Creditanstalt, і цей крах мав сильний вплив на фінансову систему Німеччини. Банк заснували Ротшильди ще в 1855 р., головою ради директорів був Луї де Ротшильд, а до складу ради входили Банк Англії, Guaranty Trust Company of New York і гамбурзький банк M. M. Warburg and Co¹²⁷⁸.

Навесні 1931 р. у банку з активами 250 млн доларів (50 % усіх депозитів Австрії) почалися проблеми, 8 травня банк повідомив про 20 млн доларів збитків за 1930 р. Внаслідок

¹²⁷⁵ Schacht Blames reparations for World Slump: Holds Moratorium for Germany Inevitable // The New York Times. — 1930. — Nov. 22.

¹²⁷⁶ Schacht Here, Seems warning in Fascism // The New York Times. — 1930. — Oct. 3.

¹²⁷⁷ Fromm B. Blood and Banquets: A Berlin Social Diary / B. Fromm. — N. Y.: Harper & Brothers, 1942. — P. 29.

¹²⁷⁸ Макс Варбург — один із найбільших банкірів Гамбургу, найважливішого після Берліну й Франкфурта фінансового центру Німеччини (Ferguson N. Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927 / N. Ferguson. — L.: Cambridge University Press, 1995. — P. 43–47). Докладніше про Варбургів у 1920-ті й 1930-ті роки — Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. — N. Y.: Penguin Press, 2010. — P. 12–17, 28–50.

цього банк втратив більшу частину акціонерного капіталу, і 15 травня уряд Австрії оголосив, що Bank of International Settlements (BIS) виділив кредит 15 млн доларів для допомоги віденському банку.

Австрія була невеликою державою із ВВП 1,5 млрд доларів, але крах найбільшого австрійського банку, який мав багато зв'язків зі світовою фінансовою системою, спричинив шок у фінансистів. В активах банку було чимало іноземних капіталів (75 млн доларів). і крах банку означав їхню втрату. Дестабілізація Creditanstalt почалася після того, як у 1929 р. він за рекомендацією Австрійського національного банку поглинув проблемний банк Bodencreditanstalt. Вже після поглинання з'ясувався величезний масштаб збитків цього банку, який останнім часом підтримувався лише постійними кредитами Австрійського національного банку. Щоб приховати реальний стан справ, ці кредити переводилися через британську банківську систему.

До 1931 р. загальні збитки Creditanstalt досягли 150 млн доларів, тому кредит 15 млн не міг урятувати банк. Почалося масове вилучення вкладів (за декілька днів — 50 млн доларів). Після цього Австрійський національний банк став надавати фінансову допомогу, яка досягла 50 млн доларів, але це не покращило становище, а лише збільшило обсяг грошової маси в обігу на 20%.

Крах найбільшого банку Австрії міг стати поштовхом до початку міжнародної фінансової кризи, тому управляючий Банком Англії Монтегю Норман вирішив організувати міжнародний консорціум для порятунку віденського банку. Але створення консорціуму просувалося надто повільно, і через три тижні, коли його нарешті організували і вдалося зібрати 15 млн доларів додаткової допомоги, вже було пізно. Дефолт Creditanstalt дестабілізував усю фінансову систему Австрії, а Національний банк втратив частину золотого запасу (40 із 110 млн доларів)¹²⁷⁹. До кінця травня австрійська криза поширилася на фінансові системи сусідніх країн — Польщі, Чехословаччини, Румунії, Угорщини.

¹²⁷⁹ Schubert A. The Credit-Anstalt Crisis of 1931 / A. Schubert. — L.: Cambridge University Press, 1991. — P. 31–44.

Німеччина на межі кризи: 1930–1933 рр.

Проблеми на фінансових ринках доповнювалися політичною напруженістю, причиною якої став оголошений в березні 1930 р. план створення митного союзу Німеччини та Австрії. Це сприймалося багатьма як крок до поглинання Австрії Німеччиною. Атмосфера у фінансових колах Відня загострилася до крайньої межі 16 червня, коли Франція в ультимативній формі запропонувала позику Австрії в обмін на відмову від митного союзу з Німеччиною.

Стан справ у банківській сфері Відня непокоїв фінансистів і в США — адже віденська криза могла поширитися на німецькі банки, де вже почався відтік золота, і тоді Німеччина могла б вимагати відтермінування репараційних виплат. А оскільки Німеччині надали короткострокові американські кредити на суму майже в мільярд доларів (при загальній сумі всіх іноземних кредитів 3,5 млрд доларів), це могло створити серйозні проблеми для деяких американських банків¹²⁸⁰.

Тим часом золото продовжували вилучати з Німеччини (тільки в червні його було виведено на 350 млн доларів — майже половина золотого запасу). Нарешті 20 червня офіційно оголосили план президента США Гувера, який пропонував запровадити річний мораторій на сплату військових боргів європейських країн на 245 млн доларів за умови, що будуть тимчасово відкладені репараційні виплати Німеччини на суму 385 млн доларів. Після оголошення плану 22 червня німецький ринок цінних паперів піднявся на 25 %, але це було нетривале пожвавлення.

Не встигли завершитися ці переговори, коли з Берліну 8 липня надійшло повідомлення про дефолт Danatbank, одного з найбільших банків, у якому колись починав свій шлях Ялмар Шахт. Новий президент Рейхсбанку Ганс Лютер 10 липня звернувся до Банку Англії з проханням про надання кредиту на суму 1 млрд доларів. Рейхсбанк втратив майже половину золотих запасів, і якби він став рятувати Danatbank, то резерви були б повністю витрачені. Однак під час переговорів у Лондоні Норман при всій його симпатії до Німеччини

¹²⁸⁰ Lamont E. M. The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography / E. M. Lamont. — N. Y.: Madison Books, 1994. — P. 295–296.

відмовив Лютеру, тому що зрозумів, що фінансова допомога Німеччині вже не має сенсу. Погіршення стану її фінансової системи стало незворотним, і будь-який кредит був би тільки тимчасовою допомогою, яка нічого вже не могла змінити.

ВВП Німеччини становив тоді 13 млрд доларів, але мав стійку тенденцію до зниження. Борги за репараціями досягли 9 млрд доларів, до них додавалися борги іноземним кредиторам — 6 млрд доларів (з яких короткотермінових було на 3,5 млрд). Відтік капіталів за останній рік досяг 500 млн доларів, а золотого запасу залишилося не більше ніж на 250 млн доларів. Тому і перспектив поліпшення стану справ не було. Норман порадив Лютеру звернутися до Банку Франції, який мав тоді найбільші вільні капітали.

Після переговорів у Парижі 10 липня уряд Франції погодився на кредит у розмірі 300 млн доларів, але поставив політичні умови (відмова від митного союзу з Австрією, заборона націоналістичних організацій тощо), обговорювати які Лютер як керівник Рейхсбанку не мав повноважень. Німецький уряд відхилив французьку пропозицію, тому що Франція не хотіла переглядати умови надання позики через цілком зрозумілі політичні амбіції. А для Німеччини прийняття цих умов означало б непередбачені події, і навіть можливість перевороту — чи то з боку комуністів, чи то нацистів¹²⁸¹.

Така ситуація непокоїла США. Там розуміли, що якщо Німеччині не буде надано кредит, вона може оголосити державне банкрутство. А це означало дефолт за всіма боргами, насамперед за іноземними короткотерміновими кредитами на суму 3,5 млрд доларів, з яких більше 1 млрд були американськими. Після наради у Федеральному резервному банку Нью-Йорка (у ньому брали участь Оуен Янг і Паркер Джиллберт, генеральний агент з репарацій) було ухвалено рішення, що подальші кредити не мають сенсу — США й так вже уклали великі капітали в Німеччину.

Усі ці дискусії збіглися з виходом англійського видання книги Ялмара Шахта «Кінець репарацій» (*The End of Reparations*)¹²⁸², у якій він не тільки обґрунтовував свою

¹²⁸¹ Bennet E. *Germany And The Diplomacy Of The Financial Crisis, 1931* / E. Bennet. — Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1962. — P. 236.

¹²⁸² Schacht H. *The end of reparations* / H. Schacht. — N. Y.: J. Cape & H. Smith, 1931. — 248 p.

улюблену тему про необхідність скасування репарацій, але й висловлювався проти капіталізму як такого. Мабуть, під впливом ідей націонал-соціалізму та Гітлера, Шахт заявив, що «капіталізм, який не може нагодувати робітників усього світу, не має права на існування»¹²⁸³. Багатьох такі висловлення відомого фінансиста здивували, а про його симпатії до націонал-соціалізму тоді ще мало хто знав.

Тим часом 13 липня 1931 р. Danatbank оголосив про банкрутство і про збитки 240 млн доларів (40 % усіх депозитів). Крах банку спричинив банківську паніку не тільки по всій країні (у Німеччині банки були закриті на два тижні), але й у Європі. Особливо сильною була дестабілізація банківської системи в Угорщині, Румунії, Польщі, Латвії.

Після того як навесні та влітку 1931 р. у Центральній Європі збанкрутувало декілька найбільших німецьких і австрійських банків (серед них віденський Creditanstalt і німецький Danatbank), уряди європейських країн вимушені були викупати у власність держави більшу частину акцій тих кредитно-фінансових організацій, які опинилися в критичному становищі. Ці заходи, а також державний контроль над валютою та, за необхідності, тимчасове закриття банків змогли запобігти дестабілізації всієї кредитної системи. Таким чином у Центральній Європі почався новий період посилення державного впливу в економіці й сфері фінансів.

Щоб призупинити відтік капіталів, процентну ставку в Німеччині підвищили до 15 %. До початку 1932 р. промислове виробництво скоротилося на 20 %, і без роботи залишилися 6 млн осіб — близько 30 % усієї робочої сили. На вулицях Берліну було малолюдно, всюди відчувалася напруженість, що нагадувала настрої перед початком Першої світової війни.

«Випадковий мандрівник міг би не помітити жодних змін у повсякденному житті столиці... і важко було зрозуміти, як країна опинилася в такому фінансовому глухому куті... Але ніяких ознак путчу не видно... Американські туристи, які минулого тижня приїхали до Берліну з інших частин Німеччини, були приємно вражені загальною дисципліною та порядком»¹²⁸⁴.

¹²⁸³ Schacht Arraigns Capitalist Greed // The New York Times. — 1931. — July 11.

¹²⁸⁴ Berliners Calm in Money Crisis // The New York Times. — 1931. — July 17.

Однак Німеччина знову була на межі економічної кризи, і все частіше згадували Шахта, який одного разу вже врятував німецьку економіку в період гіперінфляції. Шахт справді скоро з'явився, але неочікувано для багатьох уже як прихильник Гітлера. У жовтні 1931 року Шахт виступив на нацистському мітингу в містечку Бад-Гарцбург, оголосивши німецький уряд банкрутом і вимагаючи припинити виплати всіх боргів. «В оточенні старих імперських прапорів, фашистів, які марширують у сталевих шоломах, і промов Адольфа Гітлера разом з Альфредом Гугенбергом, націоналістичних лідерів Німеччини... Шахт виступив із критикою Рейхсбанку, вимагаючи відмови від виплати всіх боргів»¹²⁸⁵.

До того ж з початку 1930-х років у Німеччині почалася хвиля антисемітизму. Подібне вже було колись після «грюндерського краху» в 1873 р., коли кризу та економічний спад пов'язували з «міжнародною змовою банкірів»¹²⁸⁶, звісно єврейських. Ці настрої, загалом характерні для Німеччини, були вміло використані партією Гітлера, щоб прискорити захоплення влади.

Логіка антисемітизму завжди однакова, коли шукають винних. Втім, німецькі банкіри того часу справді були впливовою соціальною групою, залученою в ігри *Weltpolitik* — світової політики. Але наскільки вони являли собою самодостатню й незалежну фінансову еліту, як це було в лондонському Сіті? У Лондоні фінансова еліта, пов'язана з родовою аристократією, мало цікавилася розвитком британської промисловості — колоніальна експансія давала більший прибуток.

У Німеччині фінансова еліта — *Geldaristokratie* — спершу теж була пов'язана з родовою аристократією, особливо в Берліні. Але після грюндерського краху й скандалів навколо залізничних афер Струсберга, саме слово «банкір» стало породжувати негативні асоціації. Після цього в Німеччині банкіри ототожнювали себе із заможною частиною середнього класу (*Mittelstand*), яка засвоїла аристократичний стиль життя. А наприкінці XIX ст. фінансова еліта завдяки особистим і сімейним зв'язкам стала знову зближатися з німець-

¹²⁸⁵ Hitler Unites Ranks of the Old Germany to War on Bruning // The New York Times. — 1931. — October 12.

¹²⁸⁶ Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. — N. Y.: Penguin Press, 2010. — P. 12–13.

кою родовою аристократією і вже мало чим відрізнялася від британських фінансистів.

Німеччина за кількістю колоній значно відставала від Великої Британії, але глобальні інтереси німецьких банкірів розширювалися разом із збільшенням обсягів експорту німецького капіталу. Ще перед Першою світовою війною Вільгельм Регенданц просував німецький фінансовий вплив у Марокко. У 1920-ті роки Франц Урбіг з банку *Disconto Gesellschaft* розширював сферу інтересів німецького капіталу на Далекому Сході. Артур фон Гвіннер з *Deutsche Bank* вкладав капітали в турецькі залізниці, а Еміль Георг фон Стаусс із *Deutsche Bank* займався інвестиціями на Балканах і в Румунії. Пауль Міллінгтон-Херрманн вкладав капітали німецьких банків у Чилі, а Генрі Натан з *Dresdner Bank* розширював у Латинській Америці вплив *Deutsch-Sudamerikanische Bank*.

На відміну від фінансової еліти лондонського Сіті, яка не дуже цікавилася інвестуванням капіталів у розвиток британської промисловості, німецькі банки з початку ХХ ст. виявилися тісно пов'язаними з великими промисловими концернами Круппа та іншими. Так сформувалася особлива німецька модель фінансового ринку, у якій інтереси промислового й фінансового капіталу часто неможливо було розділити.

Німецька фінансова еліта почала брати участь у політиці, тому з кінця 1920-х років це стало приводом для численних розмов про те, що банкіри визначають політику Німеччини. Оскільки серед німецьких банкірів того часу було чимало євреїв, постійно обговорювалася тема «змови єврейських банкірів», які продають національні інтереси Німеччини. І хоча тема «змови банкірів» час від часу виникала і в інших країнах, зокрема у Великій Британії та Франції, у Німеччині на хвилі посилення антисемітизму вона стала особливо популярною. А коли серія банківських криз на початку 1930-х років прокотилася серед німецьких банків, ця тема «змови» набула маніакального характеру, допомагаючи націонал-соціалістам на чолі з Гітлером, які обіцяли покласти кінець «підступним намірам єврейських банкірів»¹²⁸⁷.

Слова «німецький банкір кінця 1920-х років» зазвичай породжують неоднозначні асоціації. З одного боку, можна

¹²⁸⁷ Dauntton M.J. *Finance and Politics: Comments* / M.J. Dauntton // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 284–285.

увяляти вишуканого аристократа, найімовірніше прусського, обов'язково із часткою «фон» у прізвисьці. З іншого боку, багато німецьких банкірів того часу справді були євреями¹²⁸⁸, до яких зневажливо ставилася прусська аристократія.

Але, хай там як, саме німецька фінансова еліта наприкінці XIX ст. зробила Німеччину однією з економічних систем, які найбільш динамічно розвивалися. У 1913 р., перед війною, з 500 найбагатших німецьких підприємців банкіри становили 27 % (50 % — промисловці, 14 % — власники торговельного бізнесу, 9 % займалися іншими видами діяльності). У цей час у Німеччині було 1200 приватних банкірів (у 1933 р. — 700). Підприємців, які працювали в сфері фінансових послуг, за даними офіційної статистики 1907 р., було 4078 (директори й топменеджери банків, кредитні брокери різного рівня тощо). Для порівняння, дрібних підприємців у промисловості було 93 700, середніх і великих — 40 500. Загалом у сервісному секторі (фінансові послуги, торгівля, транспортні послуги, готельний і ресторанний бізнес) працювало 42 500 підприємців, із них 7200 середнього й великого рівня¹²⁸⁹.

У травні 1932 р. Генріх Брюнінг залишив посаду канцлера, його змінив Франц фон Папен. Падіння німецької економіки тривало, тому в червні Франція та Англія визнали, що за нинішнього економічного становища Німеччина не здатна виплачувати репарації. Загалом союзники отримали 4 млрд доларів репараційних виплат замість заявлених спершу вимог на 32 млрд, потім знижених до 12 млрд.

У червні 1931 р. президент США Гувер з метою послаблення напруженості у світовій фінансовій системі пропонував мораторій на рік на всі міжурядові борги (зокрема на німецькі репарації), чому був сильний опір у Франції. Але економіці Німеччини це вже не могло допомогти — спад став незворотним.

У серпні 1932 р. на виборах більшість голосів одержала партія Гітлера. Усі розуміли, що наступний крок і поява Гітлера на посаді канцлера — питання часу, і справді в січні 1933 р. президент Гінденбург призначив Гітлера канцлером Німеч-

¹²⁸⁸ За даними 1895 р. євреями було 37 % усіх банкірів у приватних та акціонерних банках.

¹²⁸⁹ Augustine D.L. *The Banker in German Society* / D.L. Augustine // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 162–163.

чини. На момент приходу до влади націонал-соціалістів стан німецького фінансового ринку важко було назвати добрим. Спекулюючи на цьому, нацисти продовжували широко використовувати тему «змови єврейських банкірів» і обіцяли швидко навести порядок радикальними силовими методами¹²⁹⁰.

У березні 1933 р. Ялмар Шахт, який відкрито підтримував нацистів у своїх публічних виступах, знову став президентом Рейхсбанку. А в серпні 1934 р. Шахта призначили на посаду рейхсміністра економіки. Гітлер і його найближчі прибічники мало цікавилися економічними питаннями, і співробітництво з ними Шахта, відомого у фінансових колах, дуже допомагало нацистам.

Перед Шахтом поставили два основні завдання — ліквідація безробіття й пошук грошей на переозброєння армії. Шахту вдалося вдало реструктуризувати зовнішні борги Німеччини, а завдяки програмі суспільних робіт з будівництва доріг (вона фінансувалася Рейхсбанком) безробіття скоротилося за чотири роки з 6 млн наприкінці 1932 р. до 1,5 млн у 1936 р. Обсяг промислового виробництва зріс на 100 % (переважно за рахунок військової промисловості).

Однак збереження золотого стандарту для Шахта, якого непокоїла можливість повернення інфляції, було питанням принципу. Це зробило німецькі товари неконкурентоспроможними на світових ринках. Внаслідок цього, як і загальної політики нацистів, спрямованої на підготовку до війни, економічна система Німеччини 1930-х років опинилася в ізоляції, підтримуючи зв'язки лише з балканськими країнами та державами Південної Америки¹²⁹¹.

Авторитарний режим націонал-соціалізму був орієнтований на повний державний контроль над економікою та централізоване управління на основі державного планування

¹²⁹⁰ Докладніше див.: Hof P. Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945) / P. Hof. — München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. — S. 41–50, 102–111.

¹²⁹¹ Наприкінці 1930-х років Ялмар Шахт став віддалятися від нацистів. Через прискорене переозброєння в країні наростав дефіцит фінансових ресурсів, і Шахт усіляко намагався переконати Гітлера знизити темпи розвитку воєнної промисловості, тому що цього могла не витримати німецька економіка. Але це привело лише до того, що в листопаді 1937 р. Шахта усунули з посади міністра економіки, а в 1939 р. — також з поста президента Рейхсбанку, залишившись почесним міністром без портфеля.

(у 1933 р. розробили перший чотирирічний план розвитку економіки, у 1936 р. — другий, у 1940 р. — третій). Нацистська пропаганда стверджувала, що тоталітарна планова економіка Третього рейха добре працює, що вона дуже ефективна, і незабаром кожний із працьовитих німців буде їздити на власному «Фольксвагені» за 990 марок. Насправді ефективність німецької економіки була умовною, і «Фольксвагени» мало хто зміг купити. А фінансова система Німеччини була остаточно орієнтована на потреби війни.

У 1934 р. тенденція все більшого втручання держави у фінансову систему й ринок цінних паперів уже була очевидною. Однак, незважаючи на чотирирічні плани, економічна система Третього рейха залишалася ринковою (принаймні формально), біржі та ринок цінних паперів продовжували існувати. На початку 1934 р. у Німеччині операції із цінними паперами проводилися на біржах Берліну (де котирувалося 666 найменувань акцій), Франкфурта (247 найменувань), Дрездену (151), Мюнхену (132), Гамбургу (113), Кельну (96), Ганноверу (94).

Для фінансування промисловості широко використовувалися векселі Металургійного науково-дослідного товариства (Metallurgische Forschungsgesellschaft, MEFO) — фіктивної компанії з обмеженою відповідальністю, створеної з ініціативи Шахта в 1934 р. саме з метою фінансувати військову промисловість (21 травня 1935 р. Шахта призначили генеральним уповноваженим з питань військової економіки). Тому це товариство не займалося жодною діяльністю, крім операцій з векселями. Адже проблема полягала не тільки в тому, щоб знайти капітали для переозброєння — потрібно було хоча б на деякий час приховати масштаби підготовки до війни, тому що за умовами Версальського договору Німеччина не мала права займатися переозброєнням.

Військові компанії, що уклали контракти на виконання державних замовлень, отримували як оплату векселі MEFO. Загалом до 1938 р. було випущено таких векселів на 12 млрд рейхсмарок (державних облігацій до 1939 р. було випущено на 19 млрд рейхсмарок). Справжній обсяг випуску векселів тримали в таємниці, він міг бути ще більшим. Векселі MEFO гарантувалися державою — їх зобов'язаний був приймати Рейхсбанк. Ризик був у тому, що у разі пред'явлення багатьох до сплати почалася б фінансова криза. Задум Шахта

був у тому, що в гарантовані державою векселі стануть вкладати вільні капітали великі промисловці, такі як Крупп. Цей прогноз виявився правильним — до Рейхсбанку не потрапила навіть половина випущених векселів.

Векселями MEFO Німеччина розплатувалася також з підприємствами в інших країнах Європи, що виконували військові замовлення. Хоча оплата цих векселів гарантувалася державою, але не раніше 1942 р. Шахт розраховував на те, що до цього часу почнеться велика війна, багато європейських країн будуть окуповані, тому векселі можна буде взагалі не сплачувати.

З 1 квітня 1938 р. випуск векселів MEFO припинили: програма переозброєння закінчилася, тому приховувати військові витрати вже не було потреби. Таким чином використання векселів MEFO дозволило не тільки уникнути дефіциту бюджету, але й фінансувати великі проекти у військовій промисловості¹²⁹².

Крім векселів, для фінансування військової промисловості використовували внутрішні позики. Загальний обсяг емісії цінних паперів з 1934 р. постійно зростав. У 1913 р. їх випустили на 2351 млн марок (акцій — на 416 млн), у 1924 р. — на 588 млн (акцій — на 148 млн). Під час буму інвестицій у 1927 р. обсяг емісії досяг рекордного показника — 4279 млн марок (акцій — на 1438 млн марок, що було абсолютним максимумом для всього періоду 1920-х і 1930-х років).

У 1932 р., напередодні приходу до влади нацистів, емісія скоротилася до 974 млн марок (акцій — на 150 млн, майже як у 1924 р.). З 1933 р., коли економіку переорієнтували на плановий розвиток і на відродження військової про-

¹²⁹² Витрати на військову промисловість у 1934–1939 рр. у Німеччині становили 60 млрд марок (із загальних витрат бюджету 101,5 млрд марок). Надходження від податків дали за ці роки 62,2 млрд марок, з яких 41,5 млрд були спрямовані на фінансування цивільного сектору, і тільки 20 — на військову промисловість; ще 20 млрд із військових витрат були покриті доходами від залізниць тощо. Щоб знайти додаткові капітали для фінансування військових витрат, Шахт заснував фіктивне товариство MEFO зі статутним капіталом 1 млн марок. Серед акціонерів були великі військово-промислові компанії Круппа, Сіменса та інші. Діяльність приватної компанії MEFO не враховувалася в офіційній державній статистиці, що давало можливість приховувати реальні розміри витрат у военній промисловості (Нюрнбергский процесс. В 8 т. Т. 2. — М.: Политиздат, 1988. — С. 250–260).

мисловості, емісії швидко зросли до 1545 млн марок (хоча акцій було випущено всього 91 найменування — рекордна низька кількість). З 1934 р. емісія цінних паперів (і зокрема акцій) стабільно зростала: у 1934 р. — 1015 млн марок (акцій — 143 млн), у 1935 р. — 2811 млн (156 млн), у 1936 р. — 3990 млн (395 млн), у 1937 р. — 4628 млн (333 млн). У цьому не було нічого дивного — промисловість була завантажена військовими замовленнями, які потрібно було фінансувати, зокрема за рахунок випуску внутрішніх облігаційних 4,5% позик.

У 1935 р. випустили одну внутрішню облігаційну позичку на 500 млн марок; у 1936 р. — дві позички по 487 і 525 млн марок; у 1937 р. — три позички по 625, 700, 750 млн марок; у 1938 р. — чотири позички по 1250, 1425, 1374, 1500 млн марок. Зазвичай позички розподіляли серед різних груп інвесторів, але якщо в 1935–1936 рр. серед них переважали основні промислові підприємства, то з 1937 р. великі пакети облігацій цих позик осідали переважно в банках та інших кредитно-фінансових інститутах, які в такий спосіб фінансували економіку Третього рейха¹²⁹³.

Під час Другої світової війни почалася експансія німецьких банків у країнах Європи. Завдяки такій банківській політиці промислові підприємства в Південно-Східній Європі та Польщі переходили у власність німецьких промислових концернів¹²⁹⁴, але ця експансія завершилася після перелому в ході війни.

¹²⁹³ Hof P. *Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945)* / P. Hof. — München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. — S. 133, 254.

¹²⁹⁴ Deutsche Bank планомірно викупував акції французьких нафтовидобувних компаній, дунайських пароплавних компаній і регіональних банків із французької, британської та бельгійської власності. Подібним чином діяли також інші найбільші німецькі банки, пов'язані із промисловими корпораціями.

Велика Британія: від Pax Britannica до «стерлінгового блоку»

Післявоєнний спад

Напередодні Першої світової війни, коли наближення кінця епохи стало невідворотним, Лондон все ще залишався фінансовою столицею світу, незважаючи на збільшення експорту капіталу із Франції та стрімкий розвиток фінансової інфраструктури в Німеччині. Лідерство Лондону зберігалось також в експорті капіталів: у серпні 1914 р. перед початком війни британські іноземні інвестиції досягали 4 млрд фунтів.

З початком Першої світової війни Лондонська біржа вперше з моменту її заснування перестала працювати з 31 липня 1914 р. Це не спричинило якусь особливу паніку, але комерційні банки почали вилучати своє золото з рахунків у Банку Англії. Тим часом стан справ у Європі ставав напруженим — Німеччина оголосила загальну мобілізацію. А золоті резерви Банку Англії скоротилися за декілька днів з 29 липня по 1 серпня 1914 р. зі 130 до 50 млн доларів. У відповідь на це 1 серпня процентну ставку підвищили до незвично високого рівня — 10%.

Під час Першої світової війни у Великій Британії посилювалася концентрація банківського бізнесу, щоб таким чином протистояти загостренню конкуренції на ринку капіталів. Одинадцять найбільших британських банків об'єдналися у «велику п'ятірку», і до 1923 р. 83 % фінансових операцій були зосереджені в п'ятьох найбільших банках — Barclays, Midland, Westminster, Lloyds, National Provincial.

Більшість лондонських фінансистів вважали, що війна буде нетривалою. Дж. Кейнс заявляв, що вона буде йти не більше року, тому що за цей час усі ліквідні активи Європи вичерпаються¹²⁹⁵. У британських фінансових колах багато хто продовжував заплющувати очі на реальний стан справ, пере-

¹²⁹⁵ Ferguson N. The Pity of War / N. Ferguson. — L.: Penguin Press, 1998. — P. 319; Bell C. Old Friends. Personal Recollections / C. Bell. — N. Y.: Harcourt Brace, 1957. — P. 45.

буваючи в ілюзії, що після нетривалого конфлікту створені до війни світові фінансові зв'язки швидко відновляться.

Однак основу довоєнної світової фінансової системи — золотий стандарт — скасували у Німеччині та Франції вже в серпні 1914 р. В Англії золотий стандарт поки що зберігався — британські громадяни могли обміняти банкноти на золото, а до травня 1917 р. навіть мали право вивозити золото із країни, але надалі все це створило лише проблеми для фінансової системи.

Хоча Велика Британія була серед переможців у Першій світовій війні, а її основний економічний конкурент — Німеччина — зазнала поразки, війна значно погіршила стан англійської економіки. Майже 70 % торговельного флоту потопили німецькі підводні човни, і зв'язки з колоніями порушилися. Незважаючи на те, що після закінчення війни в Англію надходила значна частина німецьких репарацій, її державний борг зріс за час війни з 0,7 до 8 млрд фунтів (38,4 млрд доларів за курсами валют 1913 р.).

За чотири роки війни британський уряд витратив на її фінансування 43 млрд доларів, із них 11 млрд на кредити своїм європейським союзникам (в основному Франції та Росії). При цьому 9 млрд із 43 були отримані після запровадження додаткових податків, а 27 млрд — від довготермінових позик (внутрішніх і зовнішніх), розміщених у США. Інші 7 млрд були кредитами, виділеними Банком Англії. За роки війни грошова маса у Великій Британії збільшилася удвічі, відповідно зросли всі ціни¹²⁹⁶.

Після закінчення війни в англійській промисловості почався період затяжної депресії, пов'язаної насамперед із тим, що вуглевидобувна, металургійна й текстильна галузі, колись головні в англійській економіці, в таких країнах, як Німеччина та США, відходили на задній план. Лідерами ставали автомобільна, хімічна та електротехнічна промисловість, а вони в Англії були не дуже розвинені. Ті підприємства в цих галузях, що почали з'являтися за роки війни, давали не більше 10 % загального обсягу британської промислової продукції.

Складна й розгалужена система збуту англійських товарів у колонії порушилася під час війни, коли зв'язки з ме-

¹²⁹⁶ Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. — L.: Windmill Books — Random House, 2010. — P. 77.

трополією послабшали і колонії почали створювати власну промисловість (у ті роки — переважно текстильну). Англійські товари на світових ринках витісняла дешевша продукція, вироблена в США, а особливо у Японії, де ця продукція обходилася тоді ще дешевше. Оскільки економічна система Великої Британії сильно залежала від зовнішньої торгівлі з віддаленими колоніями, британський вплив на світових ринках став зменшуватися¹²⁹⁷.

Перша світова війна загалом сильно зменшила значення Лондону як фінансового центру світу. Цю зміну глобального масштабу нелегко виміряти в точних цифрах, однак деякі показники наочно демонструють це. Необхідність фінансування військових витрат змусила багатьох приватних інвесторів позбутися в 1914–1919 рр. великих пакетів іноземних цінних паперів на суму 550 млн фунтів. Частина вивільнених капіталів була вкладена в нові проекти за кордоном — загалом на 250 млн фунтів. Різницю 300 млн фунтів можна вважати збитками — більше 10 % від 4 млрд фунтів загального обсягу капіталу, інвестованого Лондоном у різних частинах світу. До цих 10 % збитків потрібно додати ще 4–5 %, конфіскованих під час розпаду Російської імперії, а також втрачених в інших країнах, які брали участь у війні. Крім того, збільшився торговельний дефіцит (до 1924 р. він досяг 355 млн фунтів). Це було пов'язано не тільки з війною, а й з довготерміновими структурними змінами, які прискорилися в цей час¹²⁹⁸.

Незважаючи на всі ці втрати, після закінчення війни більшість фінансистів лондонського Сіті вважали, що Лондон має якнайшвидше відновити свої позиції, і мало хто замислювався про те, що за роки війни основним світовим кредитором уже фактично стали США, а фінансовою столицею світу — Нью-Йорк. Щоб усе це усвідомили в Лондоні, мало відбутися ще багато подій, зокрема крах 1929 р. і Велика депресія 1930-х років.

¹²⁹⁷ У 1929 р., перед початком кризи, загальносвітовий експорт на 25 % перевищив показники 1913 р., але частка британського експорту зменшилася з 14 до 11 %.

¹²⁹⁸ Cottrell P.L. *The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939* / P. L. Cottrell // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 40–41.

Втім, незважаючи на те, що за обсягами інвестицій і зовнішньоторговельних операцій Велика Британія стала поступатися США, у британській економіці домінування сектору фінансових послуг не тільки не зменшувалося, а й продовжувало зростати. Якщо в 1871 р. у сфері фінансових послуг працювало 0,3 % працездатного населення, у 1881 р. — 0,5 %, у 1891 р. — 0,7 %, у 1901 р. — 0,8 %, у 1911 р. — 1,1 %, то в післявоєнному 1921 р. — 1,8 %, а в кризовому 1931 р. — 2,2 %. Частка сектору фінансових послуг у британському ВВП у 1871 р. становила 47,4 %; у 1881 р. — 56,2 %; у 1891 р. — 67,3 %; у 1901 р. — 80,8 %; у 1911 р. — 93,8 %; у 1921 р. — 93,7 %; у 1931 р. — 102,3 %¹²⁹⁹. Загальна тенденція зростання значення сектору фінансових послуг була стабільною, і війна лише ненадовго загальмувала цей процес, але не зупинила його.

Спроби повернення до золотого стандарту

Повернення всіх країн до золотого стандарту для Англії було принципово важливим — це означало б відродження довоєнної фінансової системи та збереження домінування британського фунта. А стабільність фунта («надійного, як золото», як казали в ті роки) символізувала непохитність усієї Британської імперії та створеного нею світового фінансового порядку.

У 1913 р. обсяг грошової маси у Великій Британії становив 5 млрд доларів, із них золотим запасом було забезпечено лише 800 млн доларів. Військові витрати призвели до підвищеної емісії банкнот, і до 1920 р. в обігу були банкноти на 12 млрд доларів при тому самому золотому запасі (800 млн). До кінця війни стало зрозуміло, що повернутися до золотого стандарту та довоєнним курсам валют, а також відновити колишній вплив Британської імперії вже не вдасться.

Для повернення до золотого стандарту можна було піти або шляхом девальвації валюти, як у Німеччині, або дефляції, скоротивши грошову масу. При цьому неминучими наслідка-

¹²⁹⁹ Feinstein C. National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855–1965 / C. Feinstein. — Cambridge: Cambridge University Press, 1972. — Table 8, 53, 59, 60.

ми стали б жорсткіша кредитна політика, економічний спад і зростання безробіття. Велика Британія опинилася перед вибором: погодитися на девальвацію або ж піти шляхом дефляції.

Логічно було б припустити, що для конкурентоспроможності британських товарів на післявоєнних ринках потрібна м'яка девальвація. Але для англійських фінансистів, які не без підстави вважали, що лондонський Сіті залишається всесвітнім центральним банком, згода на девальвацію та відмова від золотого стандарту означали б крах самої ідеї такого «всесвітнього банку», у якому британський фунт був головним замінником золота.

Британських прихильників повернення до золотого стандарту надихав приклад подій часів наполеонівських війн, коли в 1797 р. Банк Англії вирішив відмовитися від обміну паперових грошей на золото після початку панічного вилучення вкладів. Кількість грошей в обігу зросла з 10 млн до 22 млн фунтів, удвічі збільшилися ціни. У 1815–1821 рр. після закінчення війни банк зменшив кількість грошей в обігу у два рази, і хоча це призвело до промислового спаду, ціни вдалося знизити вдвічі. За прикладом тих подій Банк Англії в 1920 р. разом із Федеральним резервним банком Нью-Йорка підняв ставку до 7 %.

Таким чином Велика Британія з 1920 р. обрала шлях дефляції, і до кінця 1922 р. ціни знизилися на 50 %, а курс фунта підвищився з 3,2 до 4,3 долара за фунт. Втім, підняти його до довоєнного рівня (4,86) так і не вдалося, незважаючи на всі зусилля Банку Англії. Після підвищення процентної ставки почався економічний спад (так само, як і в США), без роботи залишилося 2 млн осіб.

Але якщо в США економічний спад був лише тимчасовим і незабаром перейшов у стабільне зростання 1920-х років, то в англійській економіці, яка зазнала величезних втрат за роки війни, нічого подібного не відбулося, і замість підйому почалася тривала рецесія. Це пояснювалося тим, що зріла (і навіть перезріла) британська економічна система, у якій зростання давно вже загальмувалося, у принципі не мала такого потенціалу, як молода американська економіка. Тому висока процентна ставка не дала позитивного ефекту, а лише посилила економічний спад.

*Велика Британія
під час загального підйому 1920-х років*

У середині 1920-х років загальний економічний підйом почався не тільки в Нью-Йорку, а й Лондоні, де знову, уперше після війни, у повітрі відчувався дух свободи, безтурботності й добробуту. Магазины були переповнені, а молодь танцювала чарльстон та різні модні танці в Kit Kat Club та інших лондонських нічних клубах.

Але за межами Лондону стан справ був не таким оптимістичним. Вуглевидобувна, бавовняна та суднобудівна промисловість (ті галузі, які у Вікторіанську епоху були серцем британської економіки) переживали стагнацію. Через штучне підвищення курсу фунта ціни на їхню продукцію на світовому ринку стали надмірно високими, на 10 % більше за ціни конкурентів. А експорт британського вугілля й текстилю скоротився в середині 1920-х років удвічі порівняно з 1913 р. Без роботи залишалося 1,25 млн осіб, ще 1 млн працювали неповний день, а загальний рівень безробіття зберігався на рівні 10 %.

У 1925 р. з ініціативи міністра фінансів Вінстона Черчилля золотий стандарт відновили з метою повернути британському фунту колишню роль світової валюти. Але фунт уже не зміг знову стати світовою валютою, а відновлення золотого стандарту і підвищення курсу фунта до довоєнного рівня (4,68 долара) призвели лише до ще більшого подорожчання на світових ринках британських товарів (у середньому на 12 %) і до подальшого скорочення обсягів британської зовнішньої торгівлі.

Причина цього була насамперед у політиці дефляції в 1920–1921 рр., яка створила проблеми із завищеними цінами на британські товари, що спричинило скорочення експорту. Крім того, потрібно зважати і на загальну тенденцію до сповільнення економічного зростання у Великій Британії на початку ХХ ст. Та й висока процентна ставка ще більше гальмувала британську економіку. До фінансистів із Сіті стало приходити неприємне розуміння, що за обсягами операцій Нью-Йорк починає випереджати Лондон.

Через всі ці причини загальносвітовий економічний підйом 1920-х років у Великій Британії проявився слабо. Тіль-

ки у 1929 р. обсяг промислового виробництва досяг 100,5 % порівняно з 1913 р. — переважно завдяки новим галузям промисловості. Але в загальносвітовому промисловому виробництві частка англійської промисловості знизилася з 14 % у 1913 р. до 10 % у 1929 році.

Банкрутство Кларенса Хатрі

Кларенс Хатрі (Clarence Charles Hatry, 1888–1965) розбагатів на спекуляціях з акціями нафтових компаній, створивши потім розгалужену фінансово-промислову групу. З нею було пов'язано декілька інвестиційних трастів, через які Хатрі проводив операції на Лондонській біржі, інвестуючи свої капітали в цінні папери. Крім того, трасти Хатрі випускали напівлегальні цінні папери, зокрема не зареєстровані на біржі акції та біржові сертифікати.

Хатрі на початку 1929 р. був у zenіті своєї слави. Всі знали його як власника найбільшої в Англії яхти і декількох розкішних будинків, в яких відбувалися знамениті банкети. Удача відвернулася від нього, коли Хатрі у червні 1929 р. придбав за 40 млн доларів компанію United Steel Limited. Це було частиною його масштабних планів одержати контроль над англійською сталеливарною промисловістю.

Напередодні цієї угоди банки відмовили йому в кредиті — у Лондоні багато хто негативно ставився до Хатрі, який мав сумнівну репутацію; до цього додавався ще й антисемітизм, який посилювався наприкінці 1920-х років. У спробах дістати гроші Хатрі використав як забезпечення для одержання кредиту підроблені ним муніципальні облігації на 1 млн доларів. Коли це виявили, акції компаній Хатрі почали падати, а його кредитори захотіли повернути борги, чого він не міг зробити. Залишалося тільки зізнатися у великомасштабному шахрайстві, після чого Кларенса Хатрі заарештували. Він постав перед судом і був засуджений на тривалий термін тюремного ув'язнення.

Вибухнув голосний скандал, адже збитки британських інвесторів, які вклали свої капітали в підприємства Хатрі, досягли 70 млн доларів. Багато хто з них, відчувши дефіцит грошей, почав позбуватися американських цінних паперів

і виводити свої капітали з нью-йоркського ринку брокерських кредитів. Мабуть, це стало останнім поштовхом, після якого почалося зниження курсів на американському ринку цінних паперів, що зрештою призвело до краху 1929 року.

Вплив біржового краху 1929 р. на англійський фінансовий ринок

Коли звістка про біржовий крах в Штатах досягла Лондону, Кейнс заявив, що тепер фінансисти із Сіті можуть полегше-но зітхнути — нарешті зникла пухлина, що заважала бізнесу в усьому світі, і ситуація визначилася. За його словами, у Лондоні не буде відчуватися серйозний вплив краху, хіба що зменшиться кількість англо-американських паперів, операції з якими проводилися як у Лондоні, так і в Нью-Йорку¹³⁰⁰.

Втім, існувала реальна небезпека, що глибока рецесія, яка почалася в Америці, торкнеться Англії. «Сьогоднішня лавина продажів паперів на Уолл-стріт стурбувала весь фінансовий Лондон, а не тільки тих інвесторів, які продавали американські акції... Фінансові експерти пророкують небезпеку спаду ділової активності, і цей спад може торкнутися Англії»¹³⁰¹.

Хоча у певному сенсі біржовий крах в Америці допоміг порятунку британського фунта, зупинивши відтік золота в США. Лондонські фінансисти вважали, що підвищення 26 вересня 1929 р. в Англії процентної ставки до 7 % стало остаточним поштовхом, який спричинив біржовий крах у Нью-Йорку. «Надзвичайна спекуляція на Уолл-стріт в останні місяці призвела до того, що [у Великій Британії] процентну ставку підняли до небувалого рівня»¹³⁰².

Після початку в 1929 р. загальної фінансової кризи промислове виробництво в Англії знизилося на 32 % (у середньому в світі — на 44 %, у США — майже на 50 %). Однак загалом британська економіка, як і ринок цінних паперів, менше по-

¹³⁰⁰ Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. — 1929. — October 25.

¹³⁰¹ London Disturbed by Continued Fall // The New York Times. — 1929. — October 30.

¹³⁰² Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. — 1929. — October 25.

страждали від кризи 1929 р., ніж в США, — спекулятивного буму на ринку акцій, порівнянного з американським, тут не було. До кінця 1929 р. на британському ринку цінних паперів відбулося загальне зниження курсів на 16 % — значно менше, ніж у США (40 %). А капіталізація британського ринку акцій (138 % ВВП) майже вдвічі перевищувала капіталізацію цього ринку в США (75 %) ¹³⁰³. Французький і німецький ринки також зазнали збитків (відповідно 14 і 11 %), але обсяги цих ринків були незрівнянно меншими, ніж британського та американського.

Зменшення напруженості на світових фінансових ринках після краху 1929 р. мало наслідком помітне зниження процентних ставок — до 3,5 % в Англії, 2,5 % у США (4,5 % у Німеччині, 2,5 % у Франції). За таких умов спроби зберегти золотий стандарт лише призводили до ще більшого відтоку капіталів із британської фінансової системи (переважно у Францію), що стало стабільною тенденцією.

Улітку 1929 р. відтік золота з Англії відновився, досягши 100 млн доларів при загальному обсязі золотого запасу 800 млн доларів. Крім відтоку золота, Банк Франції почав конвертувати на золото значні обсяги британської валюти, після чого загальні запаси золота в Банку Франції досягли 1,2 млрд доларів; приблизно таким був і обсяг запасів валюти ¹³⁰⁴.

Скасування золотого стандарту

До початку 1930-х років становище на фінансових ринках було напруженим в усьому світі. Навіть у далекій від європейських проблем Південній Америці на початку 1931 р. дефолт за позиками оголосила Болівія, у березні — Перу, у липні — Чилі; а у Мексиці знецінилася національна валюта. Особливо сильно ця загальна напруженість відчувалася в Лондоні, який поки ще залишався центром світової фінансової системи.

¹³⁰³ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. — 2003. — Vol. 69. — Table 3. — <http://www.seyan.info>

¹³⁰⁴ Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. — L.: Windmill Books — Random House, 2010. — P. 344.

Після «Великого краху» у Нью-Йорку рецесія в британській економіці збільшувалася, а обсяги міжнародної торгівлі скорочувалися. Напруженості додала публікація 13 липня 1931 р. доповіді комітету Макміллана (Macmillan Report) про стан британської фінансової системи.

У 1920-ті роки Лондон продовжував експорт капіталу (у середньому по 500 млн доларів щорічно), але прибутки від експорту англійських товарів значно скоротилися (особливо коли через завищений курс фунта ціни на них стали неконкурентоспроможними) і вже не могли бути джерелом фінансових ресурсів для експорту капіталів.

Тоді британські фінансисти обрали ризикований шлях і почали використовувати для довготермінових кредитів в інших країнах кошти з короткострокових депозитів. Хоча в цьому були очевидні ризики, мало хто замислювався, який саме розмір зростаючої заборгованості. У доповіді комітету Макміллана називалася цифра 2 млрд доларів. Це була сума короткотермінових зобов'язань лондонських банків перед іноземними клієнтами, і ця чимала сума почала вже тривожити лондонських банкірів.

За чутками у лондонських фінансових колах, насправді борг досягав 3 млрд доларів. Становище ускладнювалося тим, що частина довготермінових кредитів стала проблемною — 500 млн доларів були заморожені в Німеччині, а ще декілька сотень мільйонів доларів — у Латинській Америці.

Найбільш неприємним моментом була реакція інвесторів. Після публікації доповіді комітету Макміллана вони зрозуміли, що британським банкам може не вистачити грошей, щоб повернути їх вкладникам. Почалася звичайна в таких випадках паніка й масове вилучення капіталів з лондонських банків. Відтік капіталів досяг 250 млн доларів, і Банк Англії оголосив про підвищення ставки з 2,5 % до 4,25 %¹³⁰⁵.

А 31 липня 1931 р. була опублікована доповідь комітету Мея (May Committee) про поглиблення економічної депресії в британській економіці. За даними доповіді, дефіцит бюджету зріс на той момент до 600 млн доларів (2,5 % ВВП, 24 млрд доларів). Насправді за сьогоdnішнім розумінням такий дефіцит (особливо щодо ВВП) був не настільки вже й великим.

¹³⁰⁵ Williams D. London and the 1931 Financial Crisis / D. Williams // *Economic History Review*. — 1963. — Volume 15, Issue 3. — P. 513–528.

Але комітет Мея піддався загальним панічним настроям того часу і рекомендував уряду скоротити державні витрати на 500 млн доларів. Також він пропонував на 20 % зменшити виплату допомоги у зв'язку з безробіттям і підняти податки, щоб збільшити на 100 млн доларів надходження в державний бюджет.

Момент для таких рішень був невдалим — 2,5 млн осіб залишилося без роботи, а промислове виробництво знизалося на 20 %. Але багато хто в уряді (зокрема прем'єр-міністр р. Макдональд і міністр фінансів Ф. Сноуден) дотримувалися точки зору, що дефіцит бюджету потрібно обов'язково ліквідувати.

З Великої Британії, яка намагалася зберегти золотий стандарт, тривав відтік капіталу. Щоб призупинити скорочення золотого запасу, Банк Англії був змушений узяти кредит у 650 млн доларів частково у Банку Франції, частково — у Федеральному резервному банку Нью-Йорка. Але кредит у 250 млн доларів, наданий Федеральним резервним банком Нью-Йорка, швидко закінчився. Керівництво Банку Англії, яке не хотіло підвищувати ставку, бачило подолання цієї проблеми тільки в подальших зовнішніх запозиченнях.

Британський уряд через Банк Англії звернувся до американського банку J. P. Morgan, який у процесі переговорів про надання кредиту порекомендував ще більше скоротити витрати на соціальні потреби. Після тривалих дискусій британська сторона погодилася з рекомендаціями, і 28 серпня отримала кредит 200 млн доларів від Морган й ще 200 млн від консорціуму французьких банків. Але цих кредитів вистачило (як і попередніх) ненадовго.

Сучасники вважали, що фінансова політика лондонських банків, яка спричинила відтік капіталів, була заснована зовсім не на сліпій прихильності до золотого стандарту, а на тому, що вони брали кредити у французьких банків під 3 %, щоб потім давати гроші в борг Німеччині під 6–8 %, і саме туди йшли всі одержувані кредити¹³⁰⁶.

Враховуючи багатовіковий досвід хитрих фінансистів «підступного Альбіону», як називали Англію, така версія правдоподібна. Коли французькі інвестори це зрозуміли,

¹³⁰⁶ Howe Q. World diary: 1929–1934 / Q. Howe. — N. Y.: R. M. McBride & company, 1934. — P. 115.

вони почали вилучати свої капітали з британських банків, що спричинило безперервний відтік золота. А соціальні виплати, про обмеження яких так довго сперечалися, взагалі не мали суттєвого значення у виникненні дефіциту бюджету.

Основна проблема британської фінансової системи до початку 1930-х років насправді була не в дефіциті бюджету і навіть не у відтоку капіталів із країни, а в тому, що лондонські фінансисти не готові були визнати очевидний факт: Велика Британія вже не є світовим банкіром, тому що не має для цього ані капіталів, ані виробничих ресурсів. А визнати це було найважче.

Реальність підштовхувала до необхідності відмовитися від золотого стандарту. Банк Англії, що втратив золота уже на мільярд доларів, у вересні 1931 р. продовжував втрачати щодоби 25 млн доларів золотом через виведення капіталів, а 17 вересня був поставлений рекорд — 80 млн доларів за добу¹³⁰⁷. Нарешті 21 вересня 1931 р. оголосили про тимчасове припинення обміну британського фунта на золото. Курс фунта знизився на 30 %, і британські товари подешевшали, але було вже пізно — конкуренти витісняли британські товари на світових ринках.

За таких умов політика вільної торгівлі, колись характерна для Британської імперії, стала вже неефективною, і довелося повернутися до протекціонізму. Ще в 1912 р. запровадили імпорتنі мита (33,5 %) на товари, вироблені ключовими галузями британської промисловості, а в 1932 р. — 10 % мито на всі ввезені товари.

Відмова Англії від золотого стандарту означала кінець усієї цієї системи, а разом із тим остаточну дезінтеграцію загальносвітової економіки, створеної перед Першою світовою війною. По суті, у цього рішення були прагматичні міркування — стабільність британських банків за умов зростання відтоку золота була визнана важливішою, ніж стабільність фунта.

Коли після скасування золотого стандарту за декілька днів курс фунта знизився з 4,86 до 3,75 долара (а до грудня 1931 р. до 3,5 долара), з боку європейських фінансистів мож-

¹³⁰⁷ Jones T. A Diary with Letters, 1931–1950. — Oxford: Oxford University Press, London, 1954. — P. 32–33.

на було чути незадоволені голоси про те, що вони повірили Банку Англії, а той «підвів» їх¹³⁰⁸.

Але насправді відхід Великої Британії від золотого стандарту був цілком прогнозованим, і неважко було це передбачити. Протягом декількох місяців від золотого стандарту відмовилося ще 25 країн, так чи інакше пов'язаних із британською фінансовою системою, — Канада, Індія, Єгипет та інші, а також скандинавські держави¹³⁰⁹.

Після скасування золотого стандарту в Англії в європейських інвесторів виникли побоювання, що і Штати зроблять так само. Тому за місяць-півтора були конвертовані на золото розміщені в американських банках капітали на суму 750 млн доларів. Багато хто тоді вважав, що відтік золота зі США проковують спекулянти та панічно налаштовані інвестори, але насправді конвертували на золото капітали та виводили їх зі США європейські центральні банки: Швейцарський національний банк (200 млн доларів), Національний банк Бельгії (130 млн доларів), Банк Франції (100 млн доларів), Банк Нідерландів (77 млн доларів).

Особливо багато скарг було на Банк Франції, хоча насправді саме він мав найбільші втрати від скасування в Англії золотого стандарту — адже банк мав великі активи у фунтах стерлінгів, що сягали 350 млн доларів. Після відходу Великої Британії від золотого стандарту та падіння курсу фунта збитки для Банку Франції становили 125 млн доларів, що в сім разів перевищувало його акціонерний капітал¹³¹⁰.

«Стерлінговий блок» і «Британська співдружність»

Для британської економіки відмова від золота дала позитивні результати: дефляція припинилася, а кредит подешевшав (процентна ставка знизилася до 2%). Після зниження курсу фунта зросла конкурентоспроможність англійських товарів,

¹³⁰⁸ Bonn M. Wandering Scholar / M. Bonn. — N. Y.: The John Day Co., 1948. — P. 318–319.

¹³⁰⁹ Gold and Exchange Shifted fast in 1931 // The New York Times. — 1931. — Dec. 31.

¹³¹⁰ Boyle A. Montagu Norman / A. Boyle. — London: Cassel, 1967. — P. 276.

і Англія першою серед основних учасників світового ринку почала виходити з депресії. Тут не було нічого подібного до «нового курсу» Рузвельта, а вихід із депресії забезпечувався за допомогою британських традицій вільного ринку капіталів та завдяки політиці «дешевих грошей» (cheap money policy, як її тоді називали). Ставка знижувалася дуже швидкими темпами: з 5,26 % у 1929 р. до 1,67 % у 1932 р., 0,66 % у 1933 р. і 0,59–0,58 % у 1935–1937 рр.

Своє значення в цьому мало створення в 1932 р. Британської співдружності націй (British Commonwealth of Nations) — добровільного об'єднання суверенних держав, у яке ввійшли Велика Британія й майже всі її колишні домініони, колонії та протекторати. З цієї події почався розпад Британської імперії та її перетворення на групу пов'язаних між собою незалежних держав.

Ідея створення такої співдружності виникла ще під час кризи 1929 р., коли британські газети писали про ідею створення навколо Британської імперії «тарифної стіни», яка відгородить її від іншого світу, що занурюється у Велику депресію. Ще наприкінці 1931 р. у Великій Британії (яка більше ста років дотримувалася принципів вільної торгівлі і вільного руху капіталів) були запроваджені за прикладом американського закону Смута-Хоулі нові митні правила — The Abnormal Importations (Customs Duties) Act від 20 листопада, а на початку 1932 р. — нові тарифи.

У 1931 р. виник «стерлінговий блок», до якого увійшли Англія з колоніями, Голландія, скандинавські країни, Греція й Португалія. Створення «стерлінгового блоку» на деякий час зберігало вплив британського фунта, але водночас прискорило перетворення долара США на основну міжнародну валюту для інших країн, які не входили до «стерлінгового блоку».

У 1932 р. на конференції в Оттаві ідея Британської Співдружності була реалізована практично — колишні колонії, що утворювали Британську співдружність націй, запровадили систему тарифів, знижених під час торгівлі всередині співдружності, і підвищених мит для торгівлі з рештою світу. У деяких країнах співдружності мита на дешеві японські тканини сягали 40 % вартості. Після цього світові товарні ринки почали захоплювати американці, які давно вже висловлювали невдоволення британською політикою протекціонізму.

Загальна для всіх країн світу в 1930-ті роки тенденція до посилення державного регулювання економіки в Англії проявлялася не дуже помітно — почасти в створенні змішаних державно-приватних компаній (таких як нафтовий трест Royal Dutch Shell, радіомовна корпорація BBC). У 1930-ті роки в Англії не було якихось важливих реформ у державному регулюванні ринку цінних паперів, порівнянних з реформами Рузвельта, оскільки вимоги до розкриття інформації були визначені ще в законі про компанії 1844 р.

Із другої половини 1930-х років у Великій Британії почався невеликий економічний підйом, пов'язаний переважно з підготовкою до війни під час посилення міжнародної напруженості. Але в 1938 р. обсяг виробництва британської промисловості лише на 17 % перевищив показники 1913 р. (у США — на 43 %, у Німеччині — на 49 %). А капіталізація британського ринку акцій знизилася зі 138 % ВВП у 1929 р. до 114 % у 1938 р. (у США в ці роки — з 75 до 56 %, у Німеччині — з 44 до 35 %)¹³¹¹.

Франція в роки підйому 1920-х і Великої депресії

Загальні тенденції на ринку цінних паперів Франції на початку XX століття

Час на початку XX ст. до Першої світової війни був не тільки Belle Époque («прекрасною епохою») для французького суспільства, а й справжнім золотим часом для фінансової системи Франції та, зокрема, для ринку цінних паперів. Капіталізація ринку акцій на Паризькій біржі зростає з 1880 по 1913 р. майже вдвічі — з 60 до 116 франків золотом, а щоріч-

¹³¹¹ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. — 2003. — Vol. 69. — Table 3. — <http://www.seyan.info>

ний темп зростання у цей час становив у середньому 2 %. Су-марний обсяг заощаджень у формі вкладів різних типів за цей час збільшився вшестеро. Обсяг емісій цінних паперів зріс із 4 % ВВП у 1896 р. до 9,2 % ВВП у 1913 р. — більше, ніж після Другої світової війни (3,7 % ВВП). У 1913 р. капіталізація ринку акцій (116 млрд франків) відносно до ВВП (41,8 млрд франків) була значно вищою — 277,5 %. І навіть у 1966 р. капіталізація французького ринку акцій (167 млрд франків) відставала від рівня 1913 р. і становила лише 41,9 % ВВП (398,5 млрд франків)¹³¹².

Загальною тенденцією швидкого зростання французько-го ринку цінних паперів було зниження ролі боргових про-центних паперів і збільшення попиту на акції. Зокрема, з 1847 по 1911 р. частка інвестицій у нерухомість серед паризьких інвесторів знизилася з 44,7 до 31,1 %; у векселі — з 21,5 до 4,9 %; у той час як інвестиції в облігації та акції зросли з 16,6 до 51,4 %.

Ще наприкінці XIX ст. інвесторів цікавили насамперед папери з гарантованою прибутковістю (в основному обліга-ції залізниць). З 1880 по 1895 р. частка таких паперів зрос-ла з 53,3 до 63 %. Але потім частка паперів з гарантованою прибутковістю знизилася до 49 %. А в 1910-ті роки на перше місце для інвесторів вийшли акції, за якими часто (хоча не завжди) можна було одержати більший дивіденд, ніж гаран-тований прибуток за облігаціями. Частка іноземних цінних паперів у цих інвестиціях зросла з 8,8 % у 1890–1895 рр. до 14,1 % у 1910–1914 рр.

Якщо порівняти показники передвоєнного 1913 р. з 1929 і 1937 рр., то ВВП Франції в абсолютних цифрах (з урахуван-ням інфляції франка) зріс із 41,8 млрд франків у 1913 р. до 334 млрд у 1929 р. і 304 млрд у 1937 р. Капіталізація ринку акцій в абсолютних цифрах зросла зі 116 млрд у 1913 р. до 374 у 1929 р. і 377 млрд у 1937 р., але відносно до ВВП вона значно знизилася — з 277,5 % у 1913 р. до 111,9 % у 1929 р. і 124,0 % у 1937 р.¹³¹³.

¹³¹² Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 68–69.

¹³¹³ Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 1992. — P. 70.

Підсумки війни

За роки Першої світової війни порушилася світова система спеціалізації праці, і на зміну легкої промисловості та виробництву предметів розкоші (ці галузі переважали у Франції на початку ХХ ст.) прийшла важка промисловість, зокрема автомобільна, авіаційна та хімічна. Однак при цьому промислове виробництво загалом скоротилося на 40 %. Але головні зміни для Франції відбулися у фінансовій сфері — ця країна перестала бути «світовим лихварем», як її називали в передвоєнні роки. Це було пов'язане переважно з тим, що половина французьких інвестицій була вкладена в Російську імперію. Після її розпаду радянський уряд анулював усі борги імперії, і Франція мала величезні збитки.

У Франції, як і в Англії, за роки війни посилилася концентрація банківських капіталів. Два з чотирьох найбільших паризьких банків (Credit Lyonnais і Societe Generale) значно розширили мережу філій і до 1932 р. мали близько 1500 відділень. Однак концентрація капіталів торкнулася найбільше провінційних банків, а не паризьких. І якщо в 1914 р. 76 % усіх банківських вкладів були сконцентровані в чотирьох найбільших паризьких банках, то в 1924–1929 рр. — лише 53 %. Загалом у Франції вплив банків у 1920-ті роки послабшав, і промисловість більше орієнтувалася на власні джерела фінансування, а не на банківський кредит. Французьким банкам залишалося лише інвестувати вільні капітали в державні цінні папери.

Золоті резерви Банку Франції до початку війни сягали 800 млн доларів, помітно перевищуючи золотий запас його основного конкурента, німецького Рейхсбанку (500 млн доларів). За час війни грошова маса збільшилася на 350 %, що супроводжувалося підвищенням цін, але після закінчення війни Банк Франції запобіг гіперінфляції, обмеживши грошову емісію. Дефіцит бюджету досягав у цей час 500 млн доларів. І хоча у Франції теж були прихильники повернення до золотого стандарту, більшість фінансистів розуміли, що це неможливо, тому що співвідношення франка й золота не може залишатися на довоєнному рівні.

Якщо врахувати великі витрати на війну, то не дивно, що державний борг Франції зріс до 300 млрд франків (57 млрд

доларів за курсом франка до долара 1913 р.; для порівняння, борг Англії становив 38,4 млрд доларів). Емісія паперових грошей і девальвація франка призвели до того, що всі ціни підвищилися в середньому вп'ятеро. А котирування цінних паперів знизилися вшестеро, що стало причиною масових банкрутств дрібних інвесторів, колись дуже численних у Франції.

Фінансова криза 1924 р. у Франції

За час війни фінансова система Франції мала величезні збитки. Близько 4 млрд франків довелося витратити на відновлення звільнених територій, але уряд Франції не підвищував податки, мабуть, серйозно розраховуючи на те, що Німеччина сплатить борги за репараціями. Тому протягом п'яти років після закінчення війни, з 1918 по 1923 рр., французький уряд упевнено брав зовнішні позики (по 1 млрд доларів щорічно), і дефіцит бюджету зростав.

За французькою традицією фінансова документація велася досить недбало, і важко було навіть точно визначити суму цих позик. Зокрема, під час ревізії 1922 р. виявилося, що вартість облігаційної «Позики національної оборони» була завищена на 500 млн доларів, а наприкінці 1923 р. невідомо куди зник великий пакет цих облігацій на 150 млн доларів¹³¹⁴.

Після війни курс франка до долара знизився втричі, з 5 доларів за франк до війни до 15, а на початку 1924 р. — до 20 франків за долар. До березня 1924 р. курс знизився ще більше, до 27 франків, і на Паризькій біржі почалася паніка¹³¹⁵. Французький уряд вважав, що у всьому винна Німеччина, а криза у Франції є наслідком міжнародної змови німецьких фінансистів. Прем'єр-міністр Раймон Пуанкаре заявив, що має у своєму розпорядженні секретний документ, згідно з яким німецькі торгові дома створили в Амстердамі фонд з капіталом 13 млрд франків для початку гри на зниження французької валюти. З того часу нав'язлива ідея підступної змови іноземних

¹³¹⁴ Shirer W. L. The Collapse of the Third Republic / W. L. Shirer. — N. Y. Simon & Shuster, 1969. — P. 161.

¹³¹⁵ Schuker S. The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan / S. Schuker. — Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. — P. 89.

фінансистів проти Франції панувала все наступне десятиліття. За словами Дж. Кейнса, «щоразу, коли вартість франка падає, міністр фінансів починає шукати цьому будь-які пояснення, крім економічних, кажучи чи про шкідливі наслідки спекуляції, чи про присутність іноземців на біржі»¹³¹⁶.

У січні 1924 р. до Парижу прибув партнер банку Lazard Freres Френк Альтшуль, який запропонував план для стабілізації курсу французької валюти. За цим планом потрібно було організувати великі кредити для Франції з боку США. У Нью-Йорку планували за короткий час створити банківську групу, яка могла зібрати потрібні для позики капітали. Банк Lazard Freres готовий був виступити організатором цієї позики, але Альтшуль наголошував на тому, що участь цього банку як організатора кредиту потрібно приховувати. У Франції з цим планом погодилися, і за допомогою американської позики (основним джерелом капіталів був банк Морганів) курс за декілька тижнів вдалося підняти зі 126 до 61 франка за долар.

Нарешті 13 березня 1924 р. французький уряд заявив, що американський банк J. P. Morgan готовий надати Франції кредит під заставу золотих резервів. За чутками, Морган (серед американських фінансистів він найбільше симпатизував Франції) погодився на кредит за умови, що французький уряд прийме план, запропонований комітетом Дауеса.

Підйом середини 1920-х років у Франції

Незважаючи на втрату ролі «світового лихваря», Франція в 1920-ті роки продовжувала посідати перше місце за концентрацією банківського капіталу. Найбільші французькі банки (Credit Lyonnais, Société Générale, Crédit Industriel et Commercial, Comptoir d'escompte, Crédit Commercial de France) сконцентрували в себе близько 60% усіх депозитів. Саме у Франції в середині 1920-х років була зосереджена майже половина (на 3213 млн доларів) загальносвітового золотого запасу (6932 млн доларів), у той час як в Англії золотий запас становив 925 млн доларів, а в післявоєнній Німеччині — лише 58 млн доларів.

¹³¹⁶ Keynes J. M. Tract on monetary Reform / J. M. Keynes // Collected Writings. — Vol. 4. — L.: Macmillan, 1981. — P. XVI–XVII.

Завдяки свідомо обраній фінансовій політиці заохочення інфляції курс франка впав, і це привело до того, що французькі товари, ставши набагато дешевше англійських, витісняли їх зі світових ринків. У Франції почався період економічного зростання, промисловість почувала себе загалом непогано, а безробіття було в декілька разів менше, ніж в Англії. «Англія мала здоровіші фінанси, але нездорову економіку, а Франція — здоровішу економіку, але нездорові фінанси»¹³¹⁷.

Коли прем'єр-міністром удруге став Пуанкаре (він уже перебував на цій посаді в 1912–1913 рр., а в 1913–1920 рр. був президентом Франції), один із найвідоміших і популярних французьких політиків, курс валюти, що опустився до рівня 50 франків за долар, почав зростати і швидко досяг курсу 35 франків за долар. Пуанкаре з підозрою ставився до космополітичних фінансистів і паризьких банкірів, вважаючи їх спекулянтами. Про це знали всі, і за допомогою такої позиції він підігравав настроям маси дрібних індивідуальних інвесторів, що додавало йому популярності.

Коли курс франка зріс, почали знижуватися ціни на імпортні товари, вартість життя подешевшала, а капітали, які вже два роки виводили із Франції, стали повертатися. Потреба в американських чи англійських кредитах зменшилася, особливо коли восени 1922 р. повернення виведених капіталів стало масовим. Курс франка продовжував зростати і досяг 30.

Але у тому разі, якщо це зростання не контролювати, у Франції могла б виникнути та сама проблема, що у Великій Британії, коли ціни на продукцію стали завищеними, експорт скоротився, а економічне зростання перейшло у стагнацію.

Пуанкаре розумів це, але не зважувався на обмеження зростання франка. Більшість сприймала підвищення курсу національної валюти як позитивне явище і досягнення самого Пуанкаре, що зміцнювало його авторитет. Прихильником обмеження росту курсу франка був управляючий Банку Франції Еміль Моро, а впливовим супротивником — Едуард де Ротшильд, консервативний фінансист, про якого недарма казали, що він хотів би і надалі жити у XIX столітті.

¹³¹⁷ Huddlestone S. Personalities and the Politics in France / S. Huddlestone // Atlantic Monthly. — 1925. — January. — P. 117.

Вплив Ротшильда у Франції був настільки великим, що, за чутками, з 1920 по 1940 р. жоден кабінет міністрів не був сформований без консультацій з ним. Цей вплив був приводом для численних антисемітських розмов про «всесвітню змову», очолювану Ротшильдами. Едуард де Ротшильд, знаючи про ці настрої, намагався залишатися в тіні, якнайменше привертаючи до себе уваги і обмежуючись іміджем власника породистих коней. Але уникнути уваги преси до родини Ротшильдів не вдалося — його кузен Моріс постійно опинявся в центрі скандалів, пов'язаних із жінками.

Ротшильда підтримував Франсуа де Вандель, найбільший у Франції виробник озброєння й власник військових заводів. Він створив одну з основних сталеливарних груп у Європі, порівнянну за масштабами з компанією Ендрю Карнегі в США. Незважаючи на всі зусилля Ротшильда й Ванделя (Ротшильд навіть дав розпорядження найбільшій залізничній компанії *Chemin de Fer du Nord*, яка йому належала, скуповувати франки, щоб підвищувати курс валюти), переміг Моро. У грудні 1926 р. Банк Франції почав скуповувати іноземну валюту й продавати франки, не даючи курсу піднятися вище 25 франків за долар.

Ціни на британські товари були надто високими, а на французькі — низькими. Французький капітал, який раніше інвестувався в Лондоні та Нью-Йорку, повернувся назад, і Банку Франції вдалося створити великий валютний фонд (переважно в британських фунтах), що становив 500 млн доларів. Курс франка зберігався стабільно на рівні 25 за долар, французькі товари на світових ринках були конкурентоспроможними, експорт швидко зростав. Шлях, обраний Францією в середині 1920-х років, допоміг їй уникнути крайнощів німецької гіперінфляції та британської дефляції, яка породила економічний застій.

Навесні та на початку літа 1927 р. тривав приплив іноземної валюти у Францію (в основному фунтів стерлінгів), спричинений підвищенням курсу франка. Щоб утримувати курс, Банк Франції продовжував скуповувати іноземну валюту, і до кінця травня валютні запаси збільшилися з 500 до 700 млн доларів¹³¹⁸.

¹³¹⁸ Moreau E. The golden franc: memoirs of a governor of the Bank of France: the stabilization of the franc (1926–1928) / E. Moreau. — Boulder (Co): Westview Press, 1991. — P. 220, 295–298.

Швидко зростала загальна вартість цінних паперів, які перебували в обігу. Вона вже була вищою, ніж вартість усього нерухомого майна Франції. Більше 50% цінних паперів становили облігації державних позик. Із другої половини 1920-х років у Франції знову почав збільшуватися соціальний прошарок рантьє, основним доходом для яких був прибуток від цінних паперів.

У 1928 р. французька економіка процвітала за рахунок експорту, темпи економічного зростання сягали 9%, тому Франція тоді вважалася країною з динамічним розвитком. Був відновлений обмін франка на золото, хоча золоте забезпечення франка становило лише 20% довоєнного. За час підйому 1920-х років обсяг промислового виробництва у Франції перевищив показники довоєнного 1913 р. на 40% (переважно завдяки розвитку металургії та машинобудування).

У Франції, як і в інших країнах Західної Європи, менше пов'язаних із міжнародними ринками капіталів і цінних паперів, безпосередній вплив біржового краху 1929 р. був не настільки помітним, як в Англії, не кажучи вже про Німеччину. Економічний спад тут почався в другій половині 1930 р., коли промислове виробництво знизилося на 30%, сільськогосподарське — на 40%.

До 1929 р. загальні запаси золота в Банку Франції досягли 1,2 млрд доларів; приблизно таким самим був обсяг запасів валюти. З 1927 по 1932 р. нагромадження золота у Франції стало настільки інтенсивним, що її золоті запаси зросли з 7 до 27% загальносвітових. Надалі Банк Франції почав проводити політику скорочення золотих запасів, що посилювало дефляційні тенденції в інших країнах. Тоді Франція своєю фінансовою політикою мала навіть більший вплив на світові дефляційні процеси 1930-х років, ніж США.

Однак відмова Великої Британії, а потім і США від золотого стандарту створила для Франції суттєві проблеми. Через збереження прив'язки франка до золота собівартість продукції французької промисловості на світових ринках виявилася найвищою. Період економічного підйому кінця 1920-х років, який відрізняв Францію серед інших учасників світового ринку, у 1933 р. закінчився¹³¹⁹. А в 1937 р. Франції також

¹³¹⁹ Економічний розвиток Франції гальмувався не тільки відсутністю власних запасів нафти, яка набувала більшого значення разом із поширенням автомобілів. У французькій промисловості усе ще переважали дрібні підприєм-

довелося відмовитися від золотого стандарту, і курс франка став прив'язаним до курсу британського фунта (1 фунт = 179 франків). Частка Франції у світовому промисловому виробництві знизилася з 7 % у 1913 р. до 4 % у 1937 р.

Репутацію фінансистів сильно підірвали скандали у французьких фінансових колах — крах Oustric Bank у 1930 р. і особливо справа Стависького в 1934 р. Серж Олександр Стависький (Serge Alexandre Stavisky, 1886–1934), фінансовий аферист родом із Києва, який жив у Парижі, був убитий 8 січня 1934 р. Стависький заснував Касу муніципального кредиту (Cr dit municipal) за допомогою мера французького міста Байонни Домініка-Жозефа Гара, згодом засудженого на два роки.

Каса випустила фальшиві облігації для фінансування різних програм (зокрема спорудження житлових будинків) на суму 235 млн франків. Ці облігації поширювали державні чиновники та політики. За офіційною версією Стависький наклав на себе руки. Однак з'ясувалося, що він був пов'язаний із фінансуванням лівих партій. Справа про його вбивство набула характер політичного скандалу, настільки сильного, що він призвів до відставки 30 січня 1934 р. уряду Каміля Шотана, збройних зіткнень правих і лівих екстремістів у Парижі й невдалого штурму будинку парламенту Франції бойовиками профашистських організацій 6 лютого 1934 р.

На початку 1930-х у фінансових колах Парижу Стависький був досить відомою особистістю. За словами Іллі Еренбурга у його спогадах, «якось у 1931 або в 1932 році я обідав з Мерлем у марсельському ресторані. За сусіднім столиком сидів гарний брүнєт, схожий на аргентинського танцюриста... Мерль нахилився до мене: "Це Олександр, один із найталановитіших шахраїв Парижу. До речі, він ваш співвітчизник...". Я не став розпитувати: хіба мало в Парижі талановитих шахраїв різного походження»¹³²⁰.

У жовтні 1934 р. Едуард Даладьє, один із лідерів «Народного фронту» і лівого альянсу соціалістів, комуністів та інших партій, обурювався з приводу того, що дві сотні найбагатших

ства, для більшості яких був характерний низький технологічний рівень (40 % робітників займалися ручною працею).

¹³²⁰ Еренбург І. Люди, годы, жизнь / И. Эренбург. — В 3 т. Т. 2. — М.: Текст, 2005. — С. 19.

родин контролюють усю французьку економіку й політику¹³²¹. Це призвело до зростання у Франції державного регулювання в 1930-ті роки, збільшення державних витрат (з 14 % національного доходу в 1911 р. до 40 % у 1936 р.) і більшого планування економіки після приходу до влади в 1936 р. «Народного фронту».

Причини та природа Великої депресії

За словами Бена Бернанке, «у макроекономіці пошуки розуміння природи Великої депресії подібні до пошуків Священного Граалю»¹³²², тому що економічний колапс, який виник у 1929–1933 рр. і тривав до початку Другої світової війни, був найбільшим катаклізмом у фінансовій історії ХХ ст. Інтерес до причин і природи Великої депресії, що виникла в США і швидко поширилася майже по всьому світу, посилювався після кризи 2007–2009 рр. і початку «Великої рецесії» (Great Recession), як її стали називати в останні роки.

Хоча іноді висловлюється думка, що депресія після кризи 1873 р. була не менш глибокою¹³²³, ніж у 1930-ті роки, важко не погодитися, що жодна депресія до того не була такою сильною і тривалою, як Велика депресія 1930-х років. Крім того, жодна депресія з тих, що були раніше, не поставила під сумнів основні принципи вільного ринку та ринкової економіки.

¹³²¹ Ідея про 200 осіб, які фактично володіють усією французькою економікою, виникла ще в 1800 р. у першому статуті Банку Франції, у якому вплив власників акцій на ухвалення рішень обмежувався колом 200 найбільших акціонерів. Реальна влада в банку належала його директорам («регентам»), усі вони були представниками банківської еліти Парижу. Хвиля критики, яка почалася в 1936 р., дала свої результати, і під впливом «Народного фронту» статут банку виправили, після чого регентів замінили представники різних соціальних груп.

¹³²² Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression // Essays on the Great Depression / B. Bernanke. — Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000. — P. 5.

¹³²³ Hsu S. Financial Crises, 1928 to the Present / S. Hsu. — Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2013. — P. 1, 17.

За словами сучасниці подій Айн Ренд, «супротивники капіталізму часто обвинувачують його в гріхах, єдиною причиною яких є державне втручання в економіку». У 1930-ті роки багато хто стверджував, що «депресії (феномен так званого бізнес-циклу зростання і спаду) властиві вільному ринку і що крах 1929 р. став фінальним доказом неспроможності регульованої економіки й вільного ринку». Яка частка правди в цих словах? «Депресія — це загальнонаціональне зниження ділової активності — і відповідне йому за масштабами падіння вартості основних активів. У природі вільної економіки немає нічого, що могло б призвести до подібних наслідків»¹³²⁴.

Торкнувшись самих основ капіталізму та призвівши до посилення в 1930-ті роки втручання держави в економіку майже у всіх країнах¹³²⁵, Велика депресія стала причиною складних інтелектуальних пошуків нових принципів і шляхів розвитку ринкової економіки — від неолібералізму часів Belle Époque і Pax Britannica до неоконсерватизму. Період неоконсерватизму виявився набагато тривалішим, ніж припускали творці цієї доктрини, закінчившись тільки в 1960-ті або навіть 1970-ті роки, коли ідеї вільного ринку знову почали домінувати у світі.

Дискусії про причини й природу Великої депресії почалися давно, і єдиної думки з цього питання немає дотепер. «У Парижі, у Нью-Йорку, у Брюсселі, у Берліні та на інших біржах світу ми стоїмо перед кризою, повний обсяг якої тільки підозрюють і розуміння якої немає ніде»¹³²⁶. Класичне уявлення про те, що кожен спекулятивний азіотаж і крах після нього є наслідком нестійкості кредиту, походить від ідей

¹³²⁴ Рэнд А. Капитализм: незнакомый идеал / А. Рэнд. — М.: Альпина Паблицерз, 2011. — С. 93–94.

¹³²⁵ Новий період посилення державного впливу в економіці та фінансах настав із початком загальної депресії 1930-х років. Коли навесні та влітку 1931 р. у Центральній Європі збанкрутувало декілька найбільших німецьких і австрійських банків (зокрема віденський Creditanstalt і німецький Danatbank), уряди почали викупати у власність держави більшу частину акцій кредитно-фінансових організацій, які опинилися в критичному стані. Ці заходи, а також державний контроль над валютою та, за необхідності, тимчасове закриття банків, змогли запобігти дестабілізації всієї кредитної системи (Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. — М.: Владос, 1999. — С. 277).

¹³²⁶ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. — М.: Государственное издательство, 1930. — С. 1.

Альфреда Маршалла. Але парадокс був у тому, що нестійкість кредиту почала знижуватися саме під час наближення Великої депресії 1930-х років.

Протягом тривалого часу в США переважало уявлення про природу Великої депресії, засноване на монетаристському підході Мілтона Фрідмана та Анни Шварц. Суть цього пояснення в тому, що через помилки в політиці ФРС грошова маса замість збільшення (для компенсації послаблення економіки) не тільки не зростала, а навіть почала зменшуватися, що спричинило депресію¹³²⁷. Пітер Темін критикував цей підхід, вважаючи, що немає ніяких доказів того, що причиною депресії стало зменшення грошової маси в 1929–1931 рр.¹³²⁸.

Зниження промислового виробництва в 1929 р. почалося за 4–5 місяців до біржового краху, і це зниження неможливо пояснити скороченням грошової маси. Але воно відображало той факт, що реальні можливості економіки відставали від спекулятивного пузиря, що роздувався на ринку цінних паперів.

Марксистські автори пояснювали кризу надвиробництвом. «Усюди говорять про дешеві гроші, про полегшення міжнародного кредитного становища, але забувають про господарські явища, які підводять до кризи й вплив на які, не кажучи вже про лікування, не перебуває під владою навіть могутніх світових фінансів... Усі ці явища є наслідком надвиробництва»¹³²⁹.

У класичному описі фінансової кризи в працях Хаймана Мінського (які тривалий час залишалися маловідомими та привернули до себе увагу лише після кризи 2007–2009 рр., коли їх популяризував Чарльз Кіндлбергер) криза й депресія є природними частинами всякого бізнес-циклу. Вони властиві нестабільній природі фінансових ринків, для яких характерна, за його словами, «крихкість» (financial fragility). З початком дестабілізації ринку ця «крихкість», інакше кажучи волатильність ринку, швидко посилюється, починається масовий

¹³²⁷ Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. — К.: Ваклер, 2007. — С. 332–339.

¹³²⁸ Докладніше див.: Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? / P. Temin. — N.Y.: W. W. Norton, 1976. — 193 p.

¹³²⁹ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. — М.: Государственное издательство, 1930. — С. 6.

продаж паперів, що призводить до падіння цін на них і згодом неминуче породжує депресію¹³³⁰.

Багато економістів узагалі ухилялися від спроб пояснити природу депресії 1930-х років, залишаючи це незрозуміле питання іншим або ж, наполовину жартома, наповнину серйозно, обмежуючись загальними міркуваннями про те, що депресія стала неминучою розплатою за попередній період спекулятивного буму¹³³¹. Тому хоча про «Великий крах» 1929 р. і Велику депресію 1930-х написано безліч книг, серйозних версій пояснення подій, що відбувалися в той час, насправді не так і багато.

Бен Бернанке (голова ради управляючих ФРС США з 2006 р. до 2014 р.) вважає, що сам по собі «монетарний шок» (monetary shock), спричинений крахом 1929 р., став основним чинником у розвитку депресії 1930-х років. Цей шок не був єдиною причиною Великої депресії, однак він створив «дефляційну спіраль», яка обмежувала економічні можливості. Це підвищувало вартість послуг фінансових посередників і робило кредит менш доступним¹³³².

Події 1929 р. у США багато в чому нагадують кризу 2007–2009 рр. Хоча в 1929 р. спекулятивний пузир був пов'язаний із ринком акцій, а в 2007–2009 рр. — з ринком іпотечних паперів, спільним у двох кризах була доступність кредиту, яка прискорювала виникнення спекулятивного пузиря.

Однак більш глибокою (і менш явною для сучасників) причиною криз і 1929 р., і 2007–2009 рр. був глобальний дисбаланс фінансових ресурсів. У 2007–2009 рр. це був дисбаланс між США й країнами Азії (насамперед Китаєм), заощадження з яких перекачувалися в американську економіку, створюючи надмірну кількість позикових коштів. А в 1929 р. — дисбаланс між США з масою вільних капіталів і надмірними запасами золота та країнами Європи, де за ра-

¹³³⁰ Minsky H. A Theory of Systemic Fragility / H. Minsky // *Financial Crises: Institutes and Markets in a Fragile Environment* [Eds. E. Altman, A. Sametz]. — N. Y.: Wiley, 1977. — P. 138–152.

¹³³¹ McElvaine R. S. *The Great Depression America, 1929–1941* / R. S. McElvaine. — N.Y.: Three Rivers Press, 2009. — P. 25–27.

¹³³² Bernanke B. *The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach* / B. Bernanke // *Journal of Money, Credit and Banking*. — 1995. — Vol. 27. — № 1. — P. 1–28; Bernanke B. *Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression* / B. Bernanke, K. Carey // *Quarterly Journal of Economics*. — 1996. — Vol. 111. — № 3. — P. 853–883.

хунок боргів за американськими кредитами (що утворилися під час Першої світової війни) дефіцит фінансових ресурсів був постійним. Чим більше посилювався цей дисбаланс, тим більше зростаючий американський ринок цінних паперів викачував залишки капіталів з Європи. А чим більше капіталів інвестувалося на ринку США (зокрема в стрімко зростаючі брокерські кредити), тим більше прискорювалося зростання ринку і роздувався спекулятивний пузир.

Сьогодні вже очевидно, що депресію 1930-х років спричинили декілька послідовних фінансових криз. Деякі з них зароджувалися у США, деякі в Європі, але кожна з цих послідовних криз посилювала наступну, усе більше зіштовхуючи світову фінансову систему в економічний спад. Перша із цих криз була у німецькій економіці в 1928 р., друга — «Великий крах» 1929 р. у Нью-Йорку, потім почалася банківська паніка в США наприкінці 1930 р. і, нарешті, криза європейської фінансової системи влітку 1931 р.

Сьогодні поширена точка зору щодо причин Великої депресії полягає загалом у тому, що крах на ринку цінних паперів у жовтні 1929 р. спричинив рецесію, яка згодом переросла у Велику депресію, тому що ФРС проводила неправильну політику і не забезпечила банківську систему достатньою кількістю ліквідних резервів. Якщо дотримуватися логіки такого підходу, то й банківської кризи на початку 1930-х років, і Великої депресії можна було б уникнути, якби політика ФРС була іншою і банківську систему підтримали потрібними сумами.

Мабуть, основною обставиною в розумінні природи Великої депресії була тенденція до дефляції (за 1929–1931 рр. середнє для США, Великобританії, Франції й Німеччини падіння цін досягло 20%). Франція намагалася чинити опір цій тенденції — іноді більш успішно, іноді менше, — але загалом саме дефляція стала основним чинником, який підштовхував світову економіку в депресію, яка мала найважчі форми в США та Німеччині.

Відсутність рішучих дій і погодженості між учасниками світових фінансових ринків стала однією з найважливіших обставин у виникненні депресії. У 1929 р. ФРС США не стала знижувати ставку, дозволивши біржовому пузирю розростатися до безпрецедентних розмірів. У 1931–1933 рр. ФРС також не зробила нічого, щоб урятувати тисячі банків, після

чого кредит у США скоротився на 40%. Під час кризи європейських фінансових систем у 1931 р. через політичні суперечності та конкуренцію між основними країнами Європи (Великою Британією, Францією та Німеччиною) їхні дії були неузгодженими, і європейським банкам залишалося тільки повідомляти про дефолт за боргами.

Іноді серед причин депресії називають політику Б. Стронга і його смерть у 1928 р., що породили ланцюгову реакцію та кумулятивний ефект. А також ту обставину, що значення Лондону як світового фінансового центру слабшало, і подвійне лідерство Великої Британії та США створювало нестабільність через відсутність єдиної влади на світових фінансових ринках.

Але основною причиною депресії була, звичайно, не діяльність Стронга і не суперництво Великої Британії та США, а загальна дефляційна тенденція, так само як спроби зберегти нежиттєздатний золотий стандарт. Ці спроби стимулювали дефляцію, а період домінування дефляційних тенденцій був надто тривалим, порушивши функціонування світової економічної системи.

Нежиттєздатність системи золотого стандарту, на якій трималася вся світова економіка й фінансова система епохи «першої глобалізації», була пов'язана не стільки з відступом глобалізації, який почався після Першої світової війни, скільки із зовсім іншими обставинами, не дуже помітними і зрозумілими в часи Великої депресії. Як зазвичай буває під час усякого спаду, зароджувалися перші тенденції нової економічної системи, обриси якої стали очевидними в 1944 р. після Бреттон-Вудської конференції, коли основою для міжнародних розрахунків замість золота став долар США. Капітал більше тяжів до віртуалізації, до того, щоб бути саме фінансовим капіталом, і його прив'язка до золота стала незручним архаїчним пережитком.

Основний аргумент критиків ідеї, що саме відмова від золотого стандарту стала причиною Великої депресії полягає в тому, що в офіційних американських фінансових документах того часу практично не згадується про золотий стандарт. А конвертованість валюти в золото має значення лише тоді, коли є попит на фінансові ресурси, і золота не вистачає для забезпечення цього попиту. Якщо ж знижується загальний

попит на фінансові ресурси, то вже не має значення, надходить золото в країну чи вивозиться з неї¹³³³.

Навряд чи можна погодитися з такими аргументами. Якщо йдеться про те, що розпад глобальної системи золотого стандарту дестабілізував усю світову фінансову систему, порушив взаємні платежі, курси валют тощо, то питання про те, чи згадувався золотий стандарт в офіційних американських документах, уже не має жодного значення. До того ж дестабілізуючий вплив розпаду системи золотого стандарту в ті роки не був очевидним, мало хто усвідомлював це, тому було б наївно чекати, щоб про це йшлося в офіційних фінансових документах США.

Хоча дотепер економісти припускали, що існує лише один різновид рецесії (і Велика депресія була крайньою формою звичайної рецесії), р. Ку вважає, що є принаймні два види рецесії. Перший з них — звичайна частина циклів підйомів і спадів у ринковій економіці. Під час такої рецесії бізнес залишається орієнтованим на майбутні перспективи, на очікуваний новий підйом, і пріоритетною метою є максимізація прибутку. Другий вид рецесії пов'язаний із проблемами корпоративних балансів, і в пріоритетах компаній мінімізація заборгованостей та збитків стає важливішою за максимізацію прибутків. З такої точки зору причиною Великої депресії було прагнення корпорацій позбутися загрозливих для їхньої фінансової стабільності боргів, навіть якщо це шкодить максимізації прибутків¹³³⁴.

Про зрозуміле зростання інтересу інвесторів до готівки та про масове зняття банківських вкладів після краху 1929 р. і початку депресії писали багато¹³³⁵, однак це не давало відповіді на запитання, порушене Б. Бернанке: чому грошову пропозицію в 1929–1931 рр. постійно намагалися обмежити?¹³³⁶ Найпростіше пояснення, на думку р. Ку, полягає в тому, що загальному прагненню до погашення боргів, що обтяжували

¹³³³ Eichengreen B. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen, P. Temin // Contemporary European History. — 2000. — Vol. 9. — № 2. — P. 154.

¹³³⁴ Ку р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. — М.: Мысль, 2014. — С. 119–120, 165–166.

¹³³⁵ Eichengreen B. Viewpoint: Understanding the Great Depression / B. Eichengreen // Canadian Journal of Economics. — 2004. — Vol. 37. — № 1. — P. 1–27.

¹³³⁶ Bernanke B. Deflation and Monetary Contraction in Great Depression / B. Bernanke, I. Mihov // Essays on the Great Depression / Ed. by B. Bernanke. — Princeton: Princeton University Press, 2000. — P. 135.

і приватних осіб, і компанії, заважала саме грошова пропозиція, стаючи ще однією рушійною силою Великої депресії.

Ця депресія тривала до 1938 р., після чого в США й Великій Британії почалося відновлення економіки. Але до початку Другої світової війни, яка забезпечила замовленнями промисловість, це відновлення було таким повільним і несуттєвим, що кінець 1930-х можна назвати «депресією без депресії».

У роки депресії політична напруженість у Європі ще більше зросла, що зрештою призвело до початку Другої світової війни. Вона остаточно зруйнувала систему міжнародних економічних і фінансових зв'язків, які сформувалися під час глобалізації епохи Pax Britannica.

Якщо на початку ХХ ст., коли Британська імперія перебувала в розквіті своєї могутності, з нею було пов'язано 350–400 млн осіб на всіх континентах, то тепер доля імперії була визначена, і до другої половини ХХ ст. вона майже повністю втратила своє колишнє значення. Початок нової фінансової епохи був закладений у 1944 р. на Бреттон-Вудській конференції, на якій визначилися принципи роботи післявоєнної світової фінансової системи.

А Велика депресія 1930-х років залишилася в історії як час болючого краху невиправданих надій, час катастрофи створеного британською хвилею глобалізації «світу без кордонів» початку ХХ ст. Він став, за словами Стефана Цвейга, «вчорашнім світом» — тепер уже «вчорашнім» назавжди.

Цвейг не міг витримати всього цього і виїхав із дружиною до Бразилії. Коли він закінчив свою останню книгу «Учорашній світ», а дружина передрукувала її на машинці та надіслала у видавництво, наступного дня подружжя вкоротило собі віку, прийнявши велику дозу снодійного. Це було в далекому 1942 році в невеликому бразильському місті з назвою Петрополіс...

Історія має властивість повторюватися, економічні цикли підйомів, спадів і нових підйомів розвиваються по спіралі. Будь-яку економічну депресію, навіть таку Велику депресію, яка була в 1930-тих роках, неминуче змінює новий підйом, і для фінансової історії в періодах депресії проблеми немає.

А проблема життя й долі окремої людини, і навіть цілого покоління (окрім масових банкрутств), у тому, що ці цикли бувають тривалими. І до нового «світу без кордонів», створеного черговою хвилею глобалізації в 1990-х роках, більшості людей тридцятих років дожити не довелося.

ЛИТЕРАТУРА

1. 1874 год в финансовом и экономическом отношении // Финансовое обозрение. – 1875. – № 1. – С. 5–6.
2. Ааронович С. Британский монополистический капитал / С. Ааронович. – М.: Изд-во иностранной лит-ры, 1956. – 208 с.
3. Австро-Венгрия // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1900. – № 43. – С. 187.
4. Акции Вильгельма и русские эмигранты // Финансовое обозрение. – 1912. – № 17. – С. 13.
5. Аллен Р. С. Британская промышленная революция в глобальной картине мира / Р. С. Аллен. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. – 448 с.
6. Антюхина-Московченко В. И. История Франции, 1870–1918 / В. И. Антюхина-Московченко. – М.: Изд-во Ин-та международных отношений, 1963. – 811 с.
7. Афоризмы: фондовая биржа. Марк Твен. – <https://www.aforismo.ru>
8. Бабель И. Конармия. Одесские рассказы. Пьесы. Статьи. Письма / И. Бабель. – Иркутск: Восточно-Сибирское кн. изд-во, 1991. – С. 368.
9. Бабель И. Статьи. Письма / И. Бабель. – Новосибирск: Восточно-Сибирское кн. изд-во, 1991. – 432 с.
10. Бабст И. Джон Ло или финансовый кризис Франции в первые годы регентства / И. Бабст. – М.: Университетская типография, 1852. – 185 с.
11. Байрон Д. Дон Жуан / Д. Байрон. – <https://www.lib.ru>
12. Бальзак О. Монография о рантье / О. Бальзак. – <https://www.posters.ec>

ЛИТЕРАТУРА

13. Банки в Японии // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1898. – № 21. – С. 491–493.
14. Банки за границей. Американские банки и банкиры // Банковское дело. – 1913. – № 1. – С. 27–28.
15. Банковое дело в Японии // Коммерческое образование. – 1913. – № 3 (нояб.). – С. 134–136.
16. Барк П. Л. Обзор финансовых и биржевых кризисов в России с 1894 по 1914 г. / П. Л. Барк // Бородин Л. И., Коновалова А. В. Российский фондовый рынок в начале XX в.: факторы курсовой динамики / Л. И. Бородин, А. В. Коновалова. – СПб.: Алетей, 2010. – С. 248–249.
17. Барыши германских банков // Приложение к № 29 Торгового сборника, журнала торговли и финансов. – 1870. – № 29. – С. 323–234.
18. Безобразов В. О некоторых явлениях денежного обращения в России в связи с промышленностью, торговлей и кредитом / В. Безобразов. В 2 ч. Ч. 2. – СПб., 1863. – 187 с.
19. Безобразов В. П. О некоторых явлениях денежного обращения в России / В. П. Безобразов // Русский вестник. – 1863. – № 5. – С. 379–380.
20. Берлин, 1 июня 1875 г. (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1875. – № 22. – С. 487.
21. Берлин, 7 февраля 1875 г. (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1875. – № 5. – С. 86.
22. Берлин. 3 (15) апреля (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1874. – № 14. – С. 267.
23. Биржа // Банковое дело. – 1913. – № 1. – С. 10–11.
24. Биржевая беседа. 12 января. // Финансовое обозрение. – 1875. – № 1. – С. 5–6.
25. Биржевая беседа. 31 августа // Финансовое обозрение. – 1874. – № 35. – С. 158.
26. Биржевая беседа. 5 апреля // Финансовое обозрение. – 1875. – № 14. – С. 293.
27. Биржевая беседа. 6 апреля // Финансовое обозрение. – 1874. – № 14. – С. 264–265.
28. Биржевая реформа в Германии // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1898. – № 8. – С. 444–449.

ЛІТЕРАТУРА

29. Блиох И. С. Будущая война в техническом, экономическом и политическом отношениях / И. С. Блиох. – СПб., 1898. – Т. 4. – 628 с.
30. Блиох И. С. Финансы России XIX столетия. История – статистика / И. С. Блиох. – В 4 т. Т. 2. – СПб.: Тип. М.М. Стасюлевича, 1882. – 295 с.
31. Блок А. Два века. – <http://www.aai.ee>
32. Бовыкин В. И. Иностранное предпринимательство и zahraniчные инвестиции в России Очерки / Бовыкин В. И. – М.: «Российская политическая энциклопедия», 1997. – 328 с.
33. Богарт Э. Л. Экономическая история Соединенных Штатов / Э. Л. Богарт. – М.: Экономическая жизнь, 1927. – 440 с.
34. Боголепов М. И. Государственный долг (к теории государственного кредита). Типологический очерк. – СПб.: Изд-во О. Н. Поповой, 1910. – 569 с.
35. Боголепов М. И. Финансы, правительство и общественные интересы / М. И. Боголепов. – СПб.: Тип. О. Н. Попова, 1907. – 333 с.
36. Брандт Б. Современный торгово-промышленный кризис в Западной Европе / Б. Брандт // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 49. – С. 447–454.
37. Брандт Б. Ф. Торгово-промышленный кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 1. – СПб.: Тип. В. Ф. Кишбаума, 1904. – 244 с.
38. Брандт Б. Ф. Торгово-промышленный кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 2. – СПб.: Тип. В. Ф. Кишбаума, 1904. – 335 с.
39. Брендон П. Упадок и разрушение Британской империи / П. Брендон. – М.: АСТ, 2010. – 957 с.
40. Бржеский Н. Государственные долги России. Историко-статистическое исследование / Н. Бржеский. – СПб.: Тип. А. М. Вольфа, 1884. – 283 с.
41. Бродель Ф. Грамматика цивилизаций / Ф. Бродель. – М.: Весь мир, 2008. – 552 с.
42. Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика, капитализм XV–XVIII вв. В 3 т. Т. 1. Структуры повседневности: возможное и невозможное / Ф. Бродель. – М.: Прогресс. – 1986. – 622 с.
43. Бунге Н. Х. В чём пора остановиться / Н. Х. Бунге // Журнал для акционеров. – 1859. – 29 янв. – С. 1073.

44. Бунге Н. Х. Заметка о настоящем положении нашей денежной системы и средствах к её улучшению / Н. Х. Бунге. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1880. – 42 с.
45. Бухарин Н. Политическая экономия рантье. Теория ценности и прибыли Австрийской школы / Н. Бухарин. – М.: Орбита, 1988. – 191 с.
46. В. В. [Воронцов В. П.]. Очерки экономического строя России / [В. П. Воронцов]. – СПб.: Тип. общества Брокгауз-Ефрон, 1907. – 116 с.
47. В. В. [Воронцов В. П.]. Судьба капиталистической России. Экономические очерки России / [В. П. Воронцов]. – СПб.: Тип. М. М. Стасюлевича, 1907. – 221 с.
48. В. Л. Крушение Московского коммерческого ссудного банка и доктор Струссберг / В. Л. // Нива. – 1875. – № 47. – С. 747–750.
49. Вайль П. Гений места / П. Вайль. – М.: АСТ, CORPUS, 2013. – 448 с.
50. Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. А. Васильев. – СПб.: Тип. Ю. Н. Эрлих, 1912. – 168 с.
51. Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма / М. Вебер // Избранные произведения: Пер. с нем. / Сост., общ. ред. и послесл. Ю. Н. Давыдова; предисл. П. П. Гайденко. – М.: Прогресс, 1990. – 808 с.
52. Ведьма Уолл-стрит. – <http://www.rb.ru>
53. Вена, 30 ноября 1874 года. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. – 1874. – № 50. – С. 502.
54. Верхарн Э. Города / Э. Верхарн. – <http://www.lib.ru>
55. Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. – СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. – 484 с.
56. Вопрос о трестах в Соединённых Штатах // Киевлянин. – 1903. – № 34. – С. 1.
57. Всё тот же денежный кризис // Киевское слово. – 1900. – № 4580. – 7 окт. – С. 1.
58. Гайдар Е. Власть и собственность. Смуты и институты. Государство и эволюция / Е. Гайдар. – СПб.: Норма, 2009. – 336 с.
59. Гайдар Е. Т. Современный экономический рост и стратегические проблемы развития России / Е. Т. Гайдар. – <http://www.hse.ru>
60. Гашек Я. Похождения бравого солдата Швейка / Я. Гашек. – <http://www.erlib.com>

ЛІТЕРАТУРА

61. Гашек Я. Финансовый кризис / Я. Гашек. – <http://www.lib.aldebaran.ru>
62. Гейлер И. К. Сборник сведений о процентных бумагах / И. К. Гейлер. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1871. – 496 с.
63. Гейсст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейсст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – 480 с.
64. Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – 256 с.
65. Германские акционерные общества в 1911–1912 году // Новый экономист. – 1913. – № 39–40. – С. 15–16.
66. Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. – 1874. – № 38. – С. 214–215.
67. Гершенкрон А. Экономическая отсталость в исторической перспективе / А. Гершенкрон. – <http://www.biblioclub.ru>
68. Гигантская финансовая операция французского правительства // Киевское слово. – 1894. – № 2165. – 23 янв. – С. 1.
69. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг [4-е изд.]. – М.: Государственное издательство, 1924. – 460 с.
70. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг. – М.–Л.: Гос. соц.-экон. изд-во, 1931. – 447 с.
71. Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И. Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948. – 466 с.
72. Гобсон Д. Империализм / Д. Гобсон. – М.: Либроком, 2010. – 288 с.
73. Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. – М.: Издательство Комакадемии, 1928. – 262 с.
74. Голсуорси Д. Сага о Форсайтах / Д. Голсуорси. – <http://www.bookz.ru>
75. Гончаров И. Обломов / И. Гончаров. – Гл. 3. – <http://www.ilibrary.ru>
76. Грегори П. Экономический рост Российской империи (конец XIX – начало XX в.): Новые подсчёты и оценки / П. Грегори. – М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2003. – 256 с.
77. Дворкин И. Н. Критика экономических теорий правых социалистов / И. Н. Дворкин. – М.: Изд-во Высшей партийной школы, 1959. – С. 343.

ЛІТЕРАТУРА

78. Десятилетие первого частного коммерческого банка // Финансовое обозрение. – 1874. – № 45. – С. 377–378.
79. Дефо Д. Опыт о проектах / Д. Дефо // Пруцков Г. В. Введение в мировую журналистику. Антология в 2 т. Т. 1. – <http://www.evartist.narod.ru>
80. Диденко Д. В. «Кривая Кузнецца» как проявление системных трансформаций: дифференциация доходов в индустриальной и постиндустриальной экономике / Д. В. Диденко // Экономическая история: Ежегодник. 2009. – М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2009. – С. 300–344.
81. Диккенс Ч. Жизнь и приключения Николаса Никльби / Ч. Диккенс. – <http://www.lib.aldebaran.ru>
82. Диккенс Ч. Почему? (1856) / Ч. Диккенс // Собрание сочинений в 30 т. Том 28. Статьи и речи. – М.: Гос. изд-во художественной литературы, 1960. – <http://www.lib.misto.kiev.ua>
83. Диккенс Ч. Приключения Оливера Твиста / Ч. Диккенс. – <http://www.lib.ru>
84. Доктороу Э. Рэгтайм / Э. Доктороу. – <http://www.royallib.ru>
85. Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://www.librs.net>
86. Драйзер Т. Финансист / Т. Драйзер. – <http://www.royallib.ru>
87. Дюма А. Чёрный тюльпан / А. Дюма. – <http://www.royallib.ru>
88. Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. – М.: Мысль, 1994. – 399 с.
89. Жиромская В. Б. После революционных бурь: население России в первой половине 20-х годов / В. Б. Жиромская. – М.: Наука, 1996. – 158 с.
90. Золя Э. Деньги / Э. Золя. – <http://www.lib.ru>
91. Золя Э. Труд / Э. Золя. – <http://www.lib.ru>
92. Зомбарт В. Любовь, роскошь и капитализм / В. Зомбарт. – <http://www.fondint.narod.ru>
93. Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2 / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – 653 с.
94. Иванов Г. Распад атома / Г. Иванов. – Париж: Дом книги, 1938. – <http://www.lib.ru>
95. Исламов Т. М. Распад Австро-Венгерской монархии и его последствия в политической эволюции Среднеевропейского региона / Т. М. Исламов // Первая мировая война. Пролог XX века / Отв. ред. В. Л. Мальков. – М.: Наука, 1998. – С. 340–367.

ЛІТЕРАТУРА

96. История железнодорожного транспорта России. В 2 т. Т. 1. 1836–1917 гг. – СПб., 1994. – 336 с.
97. История торговли и промышленности в России. В 3 т. Т. 2. Вып 7. Пути сообщения [под ред. П. Х. Спасского]. – СПб., 1913. – 318 с.
98. К денежному вопросу Ч. 1 // Киевлянин. – 1899. – № 309. – С. 1. – Кол. 4–5.
99. К денежному вопросу. Ч. 2 // Киевлянин. – 1899. – № 311. – С. 1. – Кол. 5–6.
100. Карабчевский Н. П. Итоги Струссбергского процесса // Около правосудия. Статьи, сообщения и судебные очерки / Н. П. Карабчевский. – СПб.: Тип. товарищества «Труд», 1902. – 540 с.
101. Карамзин Н. М. Письма русского путешественника / Н. М. Карамзин // Избранные сочинения: В 2 т. Т. 1. – М.: Политиздат, 1964. – С. 539–540.
102. Кастельс М. Информационная эпоха / М. Кастельс. – М.: Гос. ун-т «Высшая школа экономики», 2001. – 608 с.
103. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос, 1999. – 352 с.
104. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с.
105. Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – 624 с.
106. Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – 544 с.
107. Киплинг Р. Мандалай / Р. Киплинг. – <http://www.95bbw.net>
108. Китай // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 30. – С. 140.
109. Китайский промышленный банк // Новый экономист. – 1913. – № 11 – С. 9–10.
110. Кокорев В. А. Экономические провалы: по воспоминаниям с 1837 года / В. А. Кокорев. – СПб.: Тип. А. С. Суворина, 1887. – 214 с.
111. Коллас К. Государственное банкротство и его течение / К. Коллас. – Пг., 1918. – 128 с.
112. Конотопов М. С. Из тупика (Гл. 3. Опыт экономического развития Японии) / М. Конотопов, С. Сметанин. – М.: Академический проект, 2000. – 384 с.

ЛІТЕРАТУРА

113. Кори Л. Морганы. Династия крупнейших олигархов / Л. Кори. – М.: Центрполиграф, 2012. – 477 с.
114. Коэн У. Последние финансовые магнаты / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – 912 с.
115. Кредит и банки в России до начала XX века: Санкт-Петербург и Москва / Б. В. Ананьич, М. И. Арефьев, С. Г. Беляев и др. – СПб.: Изд-во С.-Петерб. ун-та, 2005. – 667 с.
116. Крубер А. А. Азия: иллюстрированный географический сборник / А. А. Крубер. – СПб.: Тип. Тов. И. Н. Кушнерев, 1904. – 548 с.
117. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – 434 с.
118. Курс английских консолей с 1889 г. по 1913 г. // Новый экономист. – 1913. – № 24. – С. 12.
119. Лаверычев В. Я. Крупная буржуазия в пореформенной России (1861–1900) / В. Я. Лаверычев. – М.: Мысль, 1974. – 250 с.
120. Лал Д. Непреднамеренные последствия / Д. Лал. – М.: ИРИ-СЭН, 2007. – 338 с.
121. Лал Д. Похвала империи. Глобализация и порядок / Д. Лал. – М.: Новое издательство, 2010. – 364 с.
122. Ламанский Е. И. Из воспоминаний Евгения Ивановича Ламанского (1840–1890) / Е. И. Ламанский // Русская старина. – 1915. – Кн. XII. – С. 404; Кн. X. – С. 58.
123. Лахман Р. Капиталисты поневоле: конфликт элит и экономические преобразования в Европе раннего Нового времени / Р. Лахман. – М.: Изд. дом «Территория будущего», 2010. – 456 с.
124. Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 4–5 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. – № 19. – С. 303–305.
125. Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. – Петроград, 1917. – 301 с.
126. Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. – М.: Дело, 2010. – 512 с.
127. Левин И. И. Петербургская биржа в 1899–1912 гг. и дивидендные ценности (Материалы для исследования) / И. И. Левин // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1914. – Т. 1. – № 3. – С. 606–615.
128. Ленин В. И. Империализм, как высшая стадия капитализма: популярный очерк / В. И. Ленин. – М.: Изд-во полит. лит-ры, 1967. – 134 с.

ЛИТЕРАТУРА

129. Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. – СПб.: Тип. т-ва «Общественная польза», 1908. – 559 с.
130. Ливермор Д. Торговля акциями / Д. Ливермор. – СПб.: Питер, 2010. – 304 с.
131. Лизунов П. В. Русские ценные бумаги на российских и европейских фондовых биржах (конец XIX – начало XX века) / П. В. Лизунов // Экономическая история. Ежегодник. 2001. – М.: Изд-во МГУ, 2002. – <http://www.hist.msu.ru>
132. Лизунов П. В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.) / П. В. Лизунов. – СПб.: Изд-во «Русско-Балтийский информационный центр “Блиц”», 2004. – 576 с.
133. Льюис С. Бэббит / С. Льюис. – <http://www.lib.aldebaran.ru>
134. Маленькая парижская биржа // Финансовое обозрение. – 1874. – № 8. – С. 126.
135. Манн Т. Будденброки / Т. Манн. – <http://www.erlib.com>
136. Маркс К. Англо-китайский договор / Маркс К. // Собр. соч. / Маркс К., Энгельс Ф. – Т. 12. – С. 135.
137. Маркс К. Второй международный обзор / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. – Т. 7. – <http://www.coollib.net>
138. Маркс К. Историческая параллель // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. – Т. XI. – Ч. II. – С. 114.
139. Маркс К. К критике политической экономии / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. – 2 изд. – Т. 13. – С. 7.
140. Маркс К. Капитал. Т. 1. // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 6. – <http://www.esperanto.mv.ru>
141. Маркс К. Капитал. Т. 3. Гл. 22. / К. Маркс. – <http://www.esperanto.mv.ru>
142. Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 г. / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. – Соч. Т. VIII. – С. 238.
143. Маркс К. Торгово-промышленный кризис в Англии / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. Т. 10. – <http://www.coollib.com>
144. Маркс К. Чрезвычайно важные известия из Вены / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. – 2-е изд. – Т. 13. – С. 353.
145. Маркс К., Энгельс Ф. Письма / К. Маркс, Ф. Энгельс. – Сочинения [2-е изд.]. – Т. 29. – <http://www.library.rksmb.org>
146. Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 27. – С. 43.

ЛІТЕРАТУРА

147. Менделеев Д. И. К познанию России / Д. И. Менделеев. – СПб.: Изд. А. Суворина 1907. – 107 с.
148. Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – 693 с.
149. Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-политич. литературы, 1959. – 768 с.
150. Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 3 / Л. А. Мендельсон. – М.: Мысль, 1964. – 527 с.
151. Мещерский В. П. Мои воспоминания / В. П. Мещерский. – В 2 т. Т. 1. 1850–1865. – СПб.: Тип. В. П. Мещерского, 1897. – 463 с.
152. Мигулин П. П. Китайский заём // П. П. Мигулин // Новый экономист. – 1913. – № 19. – С. 3–5.
153. Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 3. – С. 1–56.
154. Мигулин П. П. Реформа денежного обращения в России и промышленный кризис (1893–1902) / П. П. Мигулин. – Х.: Печатное дело, 1902. – 324 с.
155. Министерство финансов 1802–1902. В 2 т. Т. 1. – СПб.: Энциклопедия заготовления государственных бумаг, 1902. – 687 с.
156. Мировой объём иностранных инвестиций в 2009 г. упал на 39% – до 1 трлн долл. – <http://www.news.finance.ua/ru>
157. Мировые экономические кризисы 1848–1935 гг. [Ред. Е. Варга]. Т. 1–3. Сравнительные материалы по истории кризисов в важнейших капиталистических странах. – М.: Огиз, 1937. – 807 с.
158. Мокир Дж. Дары Афины. Исторические истоки экономики знаний / Дж. Мокир. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – 408 с.
159. Мокир Дж. Рычаг богатства. Технологическая креативность и экономический прогресс / Дж. Мокир. – М.: Издательство Института Гайдара, 2014. – 504 с.
160. Морозов С. Дед умер молодым: документальная повесть / С. Морозов. – М.: Сов. писатель, 1988. – С. 171, 173.
161. Мортон Ф. Ротшильды. История династии могущественных финансистов / Ф. Мортон. – М.: Центрполиграф, 2004. – 303 с.

162. Московская биржа: Очерк возникновения и деятельности. 1839–1889. – М., 1889. – 92 с.
163. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2014. – 560 с. – <http://www.books.google.com>
164. Мошенский С. З. Финансовые центры Украины и рынок ценных бумаг индустриальной эпохи / С. З. Мошенский. – London: Xlibris, 2014. – 503 с.
165. Мошенский С. З. Зарождение финансового капитализма. Рынок ценных бумаг доиндустриальной эпохи / С. З. Мошенский. – К.: Планета, 2016. – 278 с.
166. Мошенський С. З. Фінансові центри України та ринок цінних паперів індустріальної епохи / С. З. Мошенський. – London: Xlibris, 2014. – 453 с.
167. Мошенський С. З. Більше ніж гроші. Фінансова історія людства / С. З. Мошенський. – К.: Саміт-книга, 2021. – 486 с.
168. Мошенський С. З. Капіталізм і бізнес. Уроки економічної історії України / С. З. Мошенський. – К.: Креативна агенція «Артіль», 2024. – 768 с.
169. Мошенський С. З. Зародження фінансового капіталізму. Доіндустріальна епоха / С. З. Мошенський. – К.: Креативна агенція «Артіль», 2025. – 288 с.
170. Музиль Р. Человек без свойств / Р. Музиль. – <http://www.e-reading.link>
171. Наши внутренние пути и экономическая жизнь России // Финансовое обозрение. – 1912. – № 19. – С. 2.
172. Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обозрение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. – 188 с.
173. Ницше Ф. Веселая наука / Ф. Ницше // Соч. в 2 т. Т. 1. – М.: Мысль, 1990. – С. 688–689.
174. Ницше Ф. Человеческое, слишком человеческое / Ф. Ницше // Соч. в 2 т. Т. 1. – М.: Мысль, 1990. – С. 447–448.
175. Нюрнбергский процесс. В 8 т. Т. 2. – М.: Политиздат, 1988. – С. 250–260.
176. О железнодорожном займе // Финансовое обозрение. – 1914. – № 2. – С. 23.
177. О мировой денежной конъюнктуре // Биржа. – 1913. – № 28. – 14 июля. – С. 5.
178. О новой системе статистики доходности акционерных товариществ // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 47. – С. 359–362.

ЛІТЕРАТУРА

179. Обзор внешней торговли России по европейской и азиатской границам за 1913 г. Ч. 1. – СПб.: Тип. М. П. Фролова, 1914. – 217 с.
180. Обзор иностранных денежных рынков. Англия // Финансовое обозрение. – 1875. – № 3. – С. 61.
181. Обзор иностранных денежных рынков. Франция // Финансовое обозрение. – 1875. – № 2. – С. 26.
182. Обзор печати // Новый экономист. – 1913. – № 42. – С. 6.
183. Обнинский П. Н. Обвинительный акт по делу о разного рода злоупотреблениях, обнаруженных в Московском Коммерческом Ссудном Банке / П. Н. Обнинский. – Пг., 1917. – 153 с.
184. Отгер Г. Магнаты. Начало биографии / Г. Отгер. – М.: Прогресс, 1985. – 350 с.
185. Олсон М. Возвышение и упадок народов. Экономический рост, стагфляция и социальный склероз / М. Олсон. – М.: Новое издательство, 2013. – 324 с.
186. Оль П. В. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России / П. В. Оль. – Л.: Всесоюзная Академия наук, 1925. – 35 с.
187. Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. – М.: Статут, 1998. – С. 275–424.
188. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. II. Город Варшава. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 191 с.
189. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. VI. Владимирская губерния. Ч. 2. – СПб.: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел. 1900. – 232 с.
190. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XIV. Казанская губерния. – СПб.: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1903. – 283 с.
191. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XVI. Киевская губерния. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 287 с.
192. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XXXVIII. Город Москва. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 275 с.

ЛІТЕРАТУРА

193. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XLVII. Город Одесса. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 167 с.
194. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XXXIII. Полтавская губерния. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 315 с.
195. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. Город С.-Петербург. Ч. 2. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1903. – 264 с.
196. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XLVI. Харьковская губерния. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 297 с.
197. Переяславский Ю. Австрийская политика и австрийские финансы / Ю. Переяславский // Новый экономист. – 1913. – № 45. – С. 12–15.
198. Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. – СПб.: Тип. министерства финансов (В. Киришбаума), 1898. – 220 с.
199. Петров Ю. А. Коммерческие банки Москвы. Конец XIX в. – 1914 г. / Ю. А. Петров. – М.: РОССПЭН, 1998. – 368 с.
200. Петров Ю. А. Московская буржуазия в начале XX века: предпринимательство и политика / Ю. А. Петров. – М.: Изд-во «Мосгоррахив», 2002. – 440 с.
201. Пикард Л. Викторианский Лондон / Л. Пикард. – М.: Изд-во Ольги Морозовой, 2011. – 528 с.
202. По поводу нынешнего положения международного денежного рынка // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1900. – № 44. – С. 201.
203. Подъём промышленности и его последствия – финансовые и экономические // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 33. – С. 257.
204. Познер М. В. Спекуляция и биржевая реформа / М. В. Познер // Русское экономическое обозрение. – 1898. – Ч. 3. – С. 54–67.
205. Положение дел на фондовом рынке // Торговое дело. – 1911. – № 12. – С. 360.

ЛІТЕРАТУРА

206. Потери на железнодорожных акциях в 1873 году // Финансовое обозрение. – 1874. – № 12. – С. 214.
207. Привилегированные акции и облигации // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 45. – С. 486.
208. Причины кризиса 1873 года в Австрии // Финансовое обозрение. – 1875. – № 15. – С. 322.
209. Причины экономического успеха Германии // Киевское слово. – 1898. – № 3657. – 16 марта. – С. 1.
210. Прокшинский В. Биржевой закон 1900 года / В. Прокшинский // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 7. Сент.-окт. – С. 117.
211. Промышленные синдикаты за границей и в России // Народное хозяйство. – 1904. – Кн. 2. – С. 22–112.
212. Промышленный кризис в Германии // Киевлянин. – 1901. – № 302. – С. 2. – Кол. 5–6.
213. Птицын А. Н. Австрийский капитал в России (середина XIX – начало XX века) / А. Н. Птицын. – <http://www.vestnik.stavsu.ru>
214. Распадение австро-венгерского железоделательного синдиката // Киевлянин. – 1900. – № 312. – С. 3. – Кол. 3.
215. Рейнхарт К. М. На этот раз всё будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / К. М. Рейнхарт, К. С. Рогофф. – М.: Карьера Пресс, 2010. – 528 с.
216. Ремарк Э. М. Три товарища / Э. М. Ремарк. – <http://www.lib.ru>
217. Российские банки. Прошлое и настоящее / С. В. Бажанов, М. Х. Лапидус, Ю. И. Львов, Л. С. Тарасевич. – СПб.: КультИнформ-Пресс, 2004. – 624 с.
218. Ростовцев М. И. Капитализм и народное хозяйство в древнем мире / М. И. Ростовцев // Русская мысль. – 1900. – № 3. – С. 195–217.
219. Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. – М.: ИРИСЭН, 2012. – 522 с.
220. Ротбард М. История денежного обращения и банковского дела в США. От колониального периода до Второй мировой войны / М. Ротбард. – Челябинск: Социум, 2005. – 548 с.
221. Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. – М.: Эксмо, 2011. – 384 с.
222. Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.–Л.: Государственное издательство, 1930. – 136 с.
223. Рузвельт Ф. Беседы у камина / Ф. Рузвельт. – ИТРК, 2013. – <http://www.e-reading.ws>

224. Русские биржевые ценности. 1914–1915 / Под ред. М. И. Боголепова с участием В. А. Мукоссева, В. С. Зива. – Пг. [без изд.], 1915. – 373 с.
225. Рэнд А. Возвращение примитива. Антииндустриальная революция / Рэнд А. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 347 с.
226. Рэнд А. Капитализм: незнакомый идеал / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 422 с.
227. Самойлов Д. Белые стихи (Рембо в Париже). – <http://www.poetrylibrary.ru>
228. Сборник действующих трактатов, конвенция и соглашений, заключённых Россией с другими государствами. Т. 1. – СПб.: Тип. Тренке и Фюсно, 1902. – 519 с.
229. Сборник сведений о действующих в России акционерных обществах и товариществах на паях. – СПб.: Тип. В. Ф. Киршбаума, 1914. – 631 с.
230. Селищев Л. С. Китайская экономика в XXI веке. – СПб.: Питер, 2004. – <http://www.selishchev.com>
231. Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – <http://www.royallib.ru>
232. Скальковский А. Русский торговый флот и срочное пароходство на Чёрном и Азовском морях / А. Скальковский. – СПб.: Тип. А. С. Суворина, 1887. – 467 с.
233. Слиозберг И. Б. Русские биржевые дивидендные ценные бумаги: необходимые сведения об акциях и паях, котируемых на С.-Петербургской, Московской, Варшавской, Киевской, Рижской и др. фондовых биржах / И. Б. Слиозберг. – СПб.: Типолитография И. Г. Гершуна, 1896. – 291 с.
234. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – 960 с.
235. События 1900 г. в Китае и биржа // Киевское слово. – 1900. – № 4184. – 3 июля. – С. 2.
236. Современный экономический кризис в Германии и его причины // Финансовое обозрение. – 1876. – № 4. – С. 53.
237. Солодовников В. Г. Вывоз капитала / В. Г. Солодовников. – М.: Гос. изд-во полит. лит-ры, 1957. – 246 с.
238. Старый профессор. Кризис денежного рынка 1899 г. и политика банков // Народное хозяйство. – 1900. – № 3. – С. 5.
239. Статистический ежегодник на 1913 г. [Ред. В. А. Шарый]. – СПб.: Совет съездов представителей промышленности и торговли, 1913. – 747 с.
240. Статистический ежегодник России. 1915 год. – СПб.: Изд-во Центрального статистического комитета МВД, 1916. – 624 с.

ЛІТЕРАТУРА

241. Студентский М. С. Биржа, спекуляция и игра / М. С. Студентский. – СПб., 1892. – 211 с.
242. Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже. Её причины и последствия (из «Журнала юридического общества», декабрь, 1897) / В. Т. Судейкин. – СПб.: Тип. Сената, 1897. – 23 с.
243. Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – К.: Университетская типография, 1878 (Репринт. – М.: Статут, 2000). – 666 с.
244. Тарле Е. В. Наполеон. Глава 11 /Е. В. Тарле. – <https://www.lib.ru>
245. Твен М. Позолоченный век (Повесть наших дней) / М. Твен, Д. Уорнер. – <https://www.lib.ru>
246. Теккерей У. История Сэмюэла Титмарша и знаменитого бриллианта Хоггарти / У. Теккерей. – <http://www.lib.meta.ua>
247. Теккерей У. Ярмарка тщеславия / У. Теккерей. – <https://www.lib.ru>
248. Тимофеев А. Г. История С.-Петербургской биржи. История биржевого законодательства, устройства и деятельности учреждений С.-Петербургской биржи / А. Г. Тимофеев. – СПб.: Тип. «Труд», 1903. – 295 с.
249. Титов И. В. Год войны и народное хозяйство / И. В. Титов // Торгово-промышленный мир России. Иллюстрированный ежегодник. Литературно-экономический, финансовый, торгово-промышленный и статистический обзор. – Петроград: Торгово-промышленный мир России, 1916. – Ч. 1. – С. 3–7.
250. Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. – 698 с.
251. Трахтенберг И. А. Капиталистическое воспроизводство и экономические кризисы / И. А. Трахтенберг. – М.: Гос. изд-во политической литературы, 1954. – 200 с.
252. Три великие акта Гладстона. 1855–1861–1870 // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 37. – С. 385–388.
253. Троцкий Л. Моя жизнь. Опыт автобиографии /Л. Троцкий. – <http://www.knigitxt.com>
254. Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. – 446 с.

ЛІТЕРАТУРА

255. Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы / М. И. Туган-Барановский. – М.: Наука, Российская политическая энциклопедия, 1997. – 574 с.
256. Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. – СПб., 1907. – 562 с.
257. Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. – М.: Соцэкгиз, 1938. – 459 с.
258. Туполев Б. М. Экспансия германского империализма в юго-восточной Европе в конце XIX – начале XX в. / Б. М. Туполев. – М.: Наука, 1970. – 332 с.
259. Тьерри Э. Экономическое преобразование России / Э. Тьерри. – М.: РОССПЭН, 2008. – 183 с.
260. Тяжельникова В. С. Рынок и реформы в России: исторические и теоретические предпосылки / В. С. Тяжельникова. – М.: Мосгорархив, 1995. – 221 с.
261. Указатель действующих в империи акционерных предприятий и торговых домов / Под ред. В. А. Дмитриева-Мамонова. В 2 т. Т. 1. – СПб.: Изд. Э. Верн, 1905. – 1808 с.
262. Указатель действующих в империи акционерных предприятий и торговых домов / Под ред. В. А. Дмитриева-Мамонова. В 2 т. Т. 2. – СПб.: Изд. Э. Верн, 1905. – С. 1809–2323.
263. Уэльбек М. Карта и территория / М. Уэльбек. – М.: Астрель, 2012. – 480 с.
264. Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – 431 с.
265. Финансовая хроника. Англия и Соединённые Штаты // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 31. – С. 183.
266. Финансовая хроника. Германия // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 28. – С. 64.
267. Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. – 1876. – № 2. – С. 16.
268. Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. – 1876. – № 3. – С. 33.
269. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 9. – С. 170.
270. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 11. – С. 217.
271. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 21. – С. 463.

ЛИТЕРАТУРА

272. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 24. – С. 517.
273. Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. – М.: Владос, 1999. – 388 с.
274. Флобер Г. Лексикон прописных истин / Г. Флобер. – <http://www.lib.ru>
275. Форд Г. Цитаты из произведений / Г. Форд. – <http://www.foxdesign.ru>
276. Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – 880 с.
277. Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. – 224 с.
278. Хроника. Рост акционерного дела в России // Биржа. – 1913. – № 2. – 13 янв. – С. 7.
279. Хрулев С. С. Финансы России в связи с экономическим положением ее населения / С. С. Хрулев. – СПб.: Тип. Брокгауз-Ефрон, 1909. – 387 с.
280. Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – 377 с.
281. Цены акций на С.-Петербургской бирже // С.-Петербургские ведомости. – 1867. – № 183. – 5 июля. – С. 2.
282. Чернышевский Н. Г. Политика 1859 года // Чернышевский Н. Г. Полное собрание сочинений: В 15 т. М.: Государственное издательство художественной литературы, 1949. Т. 6: – С. 155–187.
283. Черчилль У. История англоязычных народов. В. 4. Т. 4 / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – 432 с.
284. Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914) / У. Черчилль. – <http://www.on-island.net>
285. Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг / Б. М. Ческидов. – СПб.: Питер, 2006. – 416 с.
286. Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 336 с.
287. Честерфилд Ф. Письма к сыну / Ф. Честерфилд. – <http://www.lib.ru>
288. Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России / Л. Е. Шепелев. – Л.: Наука, 1973. – 344 с.
289. Шепелев Л. Е. Акционерные компании и торговые дома / Л. Е. Шепелев // Россия. 1913 год. Статистико-документальный справочник. – <http://www.lost-empire.ru>

ЛІТЕРАТУРА

290. Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. – СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. – С. 50–85.
291. Шимов Я. Австро-Венгерская империя / Я. Шимов. – М.: Эксмо, 2003. – 608 с.
292. Шпенглер О. Закат Европы. Очерки морфологии мировой истории. Гештальт и действительность / О. Шпенглер. – М.: Мысль, 1998. – 663 с.
293. Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. – 797 с.
294. Шумпетер Й. А. История экономического анализа / Й. А. Шумпетер. – В 3 т. Т. 2. – СПб.: Экономическая школа, 2004. – 496 с.
295. Эйити Сибусава. Беседы дождливыми вечерами / Сибусава Эйити. – М.: Научная книга, 2002. – 248 с.
296. Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 365–372.
297. Энгельс Ф. Английский билль о десятичасовом рабочем дне // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 7. – С. 250–251. – <http://www.informaxinc.ru>
298. Энгельс Ф. Протекционизм и свобода торговли / Ф. Энгельс // Маркс К. Энгельс Ф. Собрание сочинений. – Т. 21. – <https://www.marxists.org>
299. Энгельс Ф. Третий международный обзор // К. Маркс, Ф. Энгельс. Собр. соч. – Т. 7. – С. 454. – <http://www.informaxinc.ru>
300. Эренбург И. Люди, годы, жизнь / И. Эренбург. – В 3 т. Т. 2. – М.: Текст, 2005. – 570 с.
301. Юровский Л. Н. Финансовая и экономическая политика графа Витте / Л. Н. Юровский // Русские ведомости. – 1915. – 1 марта. – № 49. – С. 4.
302. Япония // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 9. – С. 504–505.
303. A Black Account // Financial Times. – 1914. – 28 July.
304. A Global History of Accounting. Financial Reporting and Public Policy: Europe / Ed. by G. J. Previts, P. Walton, P. Wolnizer. – London: Emerald; University of Sydney, 2010. – 302 p.
305. A History of Banking in all the Leading Nations. Vols 1–4. Vol. 4. Germany, Austria-Hungary, Netherlands, Scandinavian Nations, Japan, China. – New York: The Journal of Commerce and Commercial Bulletin, 1896. – 599 p.
306. Affairs in Austria // The New York Times. – 1873. – October 27.

307. Ahamed L. Lords of Finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books, 2010. – 564 p.
308. Albrecht C. The Decision to Establish Savings Banks in Bohemia, 1825–1870 / C. Albrecht // Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays. Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 75–88.
309. Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. – New York: Harper, 1931. – 285 p.
310. Amendt A. Beg Women for Millions. Hetty Green / A. Amendt // The Wahington Times Magazine. – 1907. – December 8. – P. 5.
311. American railway securities unfavourably affected by the strikes // The New York Times. – 1892. – August 22.
312. American Topics: American Securities // The New York Times. – 1865. – October 10.
313. Anderson B. L. Another Victorian Capital Market: A Study of Banking and Bank Investors on Merseyside / B. L. Anderson, P. L. Cottrell // The Economic History Review, New Series. – 1875. – Vol. 28. – № 4. – P. 598–615.
314. Anderson B. M. Economics and the Public Welfare / B. M. Anderson. – N. Y.: Laissez Faire Books, 1949. – 602 p.
315. Anderson R. Bagehot on the Financial Crises of 1825... and 2008 / R. Anderson. – <http://www.research.stlouisfed.org>
316. Andrew A. Substitutes for Cash in the Panic of 1907 / A. Andrew // The Quarterly Journal of Economics. – 1908 August. – Vol. 22. – P. 497–516.
317. Andrieu C. La Banque sous l'occupation: Paradoxes de l'histoire d'une profession / C. Andrieu. – Paris: Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1990. – 331 p.
318. Angell N. Europe's Optical Illusion / N. Angell. – London: Simpkin, Marshall, Hamilton, Kent, 1910 (Reprint. – London: Nabu Press, 2010). – 126 p.
319. Angly E. Oh, Yeah? / E. Angly. – New York: Viking, 1931. – 64 p.
320. Animated Scenes at the Stock Exchanges // The Globe. – 1914. – 31 July.
321. Annual Register or a View of the History, Politics, and Literature of the year 1825. – L.: Baldwin and Cradock. – P. 122–123.
322. Arbulo P. La Bourse de Paris au XIX siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent / P. Arbulo. – Paris: Connaissances et Savoirs, 2007. – 237 p.

323. Armaments: The Iron Master // The Time. – 1949. – January 24, Monday.
324. Asher G. M. Henry Hudson, the Navigator: The Original Documents in Which His Career Is Recorded. – London: Cosimo Inc., 2009. – 526 p.
325. Atlantic Ports and the First Globalization, 1850–1930 / Ed. by M. S. Bosa. – N. Y.: Palgrave – Macmillan, 2014. – 203 p.
326. Augustine D. L. The Banker in German Society / D. L. Augustine // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 161–185.
327. Aydalot P. High Technology Industry and Innovative Environments: The European Experience / P. Aydalot. – London: Routledge, 1988. – 320 p.
328. Babson predicts crash in stocks // The New York Times. – 1929. – Sept. 6. – P. 12.
329. Bacon F. Of Innovations / F. Bacon. – <http://www.authorama.com>
330. Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. – London, 1873 (Reprint – New York: Scribner, 2005, 2008). – 196 p.
331. Baines E. History of the Cotton Manufacture in Great Britain / E. Baines. – London: R. Fisher and P. Jackson, 1835. – 544 p.
332. Bairoch P. Victoires et deboires. Histoire economique et sociale du mode du XVI siecle a nos jours / P. Bairoch. – 3 vols. Vol. 2 – Paris: Gallimard, 1997. – 662 p.
333. Bairoch P. Europe's Gross National Product: 1800–1975 / P. Bairoch // Journal of European Economic History. – 1976. – № 5. – P. 273–340.
334. Balen M. The King, the Crook and the Gambler. The True Story of the South Sea Bubble and the Greatest Financial Scandal in History / M. Balen. – New York: Harper Collins, 2002. – 246 p.
335. Banking Institutions in Germany // Economist. – 1903. – VIII. 22. – P. 1469–1470.
336. Banks to release millions to-day. Money crisis over // The New York Times. – 1907. – November 25. – <http://www.query.nytimes.com>
337. Banner S. Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860 / S. Banner. – Cambridge: Cambridge University Press, 2002. – 340 p.
338. Baskin J. B. A History of Corporate Finance / J. B. Baskin, P. J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 350 p.

339. Baunatian M. Geschichte der handelskrisen in England im zusammenhang mit der entwicklung des englischen wirtschaftslebens / M. Baunatian. – Munchen: E. Reinhardt, 1908. – 312 p.
340. Beaulieu L. A Analysis of Phases of the American Crisis / Beaulieu L. // The New York Times. – 1908. – January 5.
341. Bell C. Old Friends. Personal Recollections / C. Bell. – N. Y.: Harcourt Brace, 1957. – 199 p.
342. Bennet E. Germany And The Diplomacy Of The Financial Crisis, 1931 / E. Bennet. – Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1962. – 342 p.
343. Benston G. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagal Act Revisited and Reconsidered / G. Benston. – N. Y.: Oxford University Press, 1990. – 263 p.
344. Berend I. An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization / I. Berend. – Cambridge: Cambridge University, 2013. – 521 p.
345. Berlin banking failures // The New York Times. – 1891. – November 15.
346. Berliners Calm in Money Crisis // The New York Times. – 1931. – July 17.
347. Bernanke B. [Ed.] Essays on the Great Depression / B. Bernanke. – Princeton, NJ.: Princeton University Press, 2000. – 310 p.
348. Bernanke B. Deflation and Monetary Contraction in Great Depression / B. Bernanke, I. Mihov // Essays on the Great Depression / Ed. by B. Bernanke. – Princeton: Princeton University Press, 2000. – P. 108–160.
349. Bernanke B. Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. At the Bundesbank Lecture (September 11, 2007 Berlin, Germany) / B. Bernanke. – P. 13–17.
350. Bernanke B. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression / B. Bernanke, K. Carey // Quarterly Journal of Economics. – 1996. – Vol. 111. – № 3. – P. 853–883.
351. Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach / B. Bernanke // Journal of Money, Credit and Banking. – 1995. – Vol. 27. – № 1. – P. 1–28.
352. Bernstein J. Japanese Capitalism / J. Bernstein // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies, and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions. – Cambridge: Harvard University Press, 1997. – Ed. by T. McCraw. – P. 439–489.
353. Block M. Statistique de la France comparee avec les autres etats de l'Europe / M. Block. – 2 vols. Vol. II. – Paris: Amyot, 1860. – 341 p.

354. Bonn M. *Wandering Scholar* / M. Bonn. – N. Y.: The John Day Co., 1948. – 403 p.
355. Bonney R. *The Apogee and Fall of French Rentier Regime* / R. Bonney // *Paying for the liberal state: the rise of public finance in nineteenth-century Europe* [Ed. Cardoso J., Lains P.]. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – 310 p.
356. Borchart J. *Der europäische Eisenbahnkönig Bethel Henry Strousberg* / Borchart J. – Munich: C. H. Beck, 1991. – 352 s.
357. Bordo M. *Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint* / M. Bordo, E. Choudhuri, A. Schwartz // *Exploration in Economic History*. – 2002. – № 39. – P. 1–28.
358. Boyle A. *Montagu Norman* / A. Boyle. – London: Cassel, 1967. – 349 p.
359. Branda P. *Le prix de la gloire: Napoléon et l'argent* / P. Branda. – Paris: Fayard, 2007. – 634 p.
360. British Academy Forum *Letter to her majesty the queen 22 July 2009*. – <https://www.britac.ac.uk>
361. Brogan D. W. *France under the Republic: The development of modern France (1870–1939)* / D. W. Brogan. – N. Y.: Harper, 1940. – 744 p.
362. Brooks D. *Bobos in Paradise: The New Upper Class and How They Got There* / Brooks D. – N. Y.: Thorndike Press, 2001. – 404 p.
363. Brown B. *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era* / B. Brown. – London: Croom Helm, 1988. – 302 p.
364. Brown W. B. *International Economics In the Age of Globalization* / W. B. Brown, J. S. Hogendorn – Toronto: University of Toronto Press, 2000. – 792 p.
365. Bruner R. F. *The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market's Petrfect Storm* / R. F. Bruner, S. D. Carr. – New Jewrsey: John Wiley & Sons, 2007. – 268 p.
366. Büchel H. *Die Finanzen Japans* / H. Büchel. – Essen: Bädeker, 1908. – 222 s.
367. Bullock H. *The Story of Investment Companies* / H. Bullock. – N. Y.: Columbia University Press, 1959. – 305 p.
368. Burgin A. *The Great Persuasion. Reinventing Free Markets since the Depression* / A. Burgin. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2012. – 303 p.
369. Burk K. *Money and Power: the shift from Great Britain to the United States* / K. Burk // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 359–369.

370. Burk K. Morgan Grenfell 1838–1988. The Biography of a Merchant Bank / Burk K. – Oxford: Oxford University Press, 1989. – 368 p.
371. Bytheway S. J. Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011 / S. J. Bytheway. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2014. – 286 p.
372. Cain P. Economics and Empire / P. Cain // The Oxford History of the British Empire / ed. Porter A. – 5 vols. Vol. 3. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – P. 31–52.
373. Cain P. J. Financial Capitalism and Imperialism in Late Victorian and Edwardian England / P. J. Cain // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 1–29.
374. Cain P. J. Gentlemanly Capitalism and British Expansion Overseas / P. J. Cain, A. G. Hopkins // Economic History Review. – 1986. – Vol. XXXIX, № 4. – P. 521–525.
375. Cain P. J. British Imperialism / P. J. Cain, A. G. Hopkins. – London: Pearson Education, 2002. – 739 p.
376. Cairncross A. K. Home and Foreign Investment 1870–1913 / A. K. Cairncross. – Cambridge: Cambridge University Press, 1953. – 251 p.
377. Calwer R. Das Wirtschaftsjahr 1907 / R. Calwer. – Jena, 1907. – Teil I. – 320 s.
378. Calwer R. Das Wirtschaftsjahr jahresbericht iiber den wirtschaftsund arbeitsmarkt / R. Calwer. – Jena, 1904. – Teil II. – 375 s.
379. Cameron R. A Concise Economic History of the World: From Palaeolithic Times to the Present / R. Cameron, L. Neal. – Oxford: Oxford University, 2002. – 480 p.
380. Cameron R. Banking in the Early Stages of Industrialization. A study in comparative economic history / R. Cameron. – New York: Oxford University, 1967. – 349 p.
381. Cameron R. E. France and the Economic Development of Europe. 1800–1914 / R. Cameron. – Princeton: Princeton University Press, 1961. – 586 p.
382. Capie F. Concentration in British Banking, 1870–1920 / F. Capie, G. Rodrick-Bali // Business History. – 1982. – Vol. 24. – № 3. – P. 280–292.
383. Capie F. Disintegration of the International Economy Between the Wars / F. Capie // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 140–164.

384. Capital Application in 1909 // The Economist. – 1910. – January 1. – P. 5–6.
385. Carandini G. Racconti della civita capitalista. Dalla Venezia del 1200 al mondo del 1939 / Carandini G. – Roma: Laterza, 2012. – 557 p.
386. Carosso V. Investment Banking in America. A History / Carosso V. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. – 904 p.
387. Carswell J. The South Sea Bubble / J. Carswell. – London: Cresset Press, 1960. – 334 p.
388. Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 385 p.
389. Cassis Y. City Bankers, 1890–1914 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – 350 p.
390. Cassis Y. Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finances / Y. Cassis. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 200 p.
391. Casson M. A. Entrepreneurship in Britain, 1830–1900 / M. Casson, A. Godley // The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times / Ed. by David S. Landes, Joel Mokyr, and William J. Baumol. – Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. – P. 211–242.
392. Chandler L. V. Benjamin Strong: Central Banker / L. V. Chandler. – Washington, DC: Brookings Institute, 1958. – 495 p.
393. Chapman S. The Rise of Merchant Banking / S. Chapman. – L.: Taylor & Francis, 1984. – 224 p.
394. Checkland O. Britain's Encounter with Meiji Japan, 1868–1912 / O. Checkland. – L.: Macmillan, 1989. – 357 p.
395. Chernow R. House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of the Modern Finance / R. Chernow. – N. Y.: Atlantic Monthly Press, 1990. – 812 p.
396. Chiswick B. International Migration and the Integration of Labor Markets / B. Chiswick, T. Hatton // Globalization in Historical Perspective [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 65–120.
397. City Gossip // Daily Graphic. – 1914. – 1 August.
398. Clapham J. The Bank of England: A History / J. Clapham. 2 vols. Vol. 2. – Cambridge: Cambridge University Press, 1944. – 458 p.
399. Clapham J. The Bank of England. A History. 2 vols. V. 2. 1797–1914 (2 edition) / J. Clapham. – Cambridge: CUP Archive, 1958. – 765 p.

400. Clark P. British Clubs and Societies, 1580–1800: The Origins of an Association World / P. Clark. – Oxford: Oxford University Press, 2000. – 548 p.
401. Clark V. History of Manufactures in the United States / V. Clark. – 2 vols. Vol 1. – N. Y. McGraw-Hill Book Company, 1929. – 733 p.
402. Clebaner B. J. American Commercial Banking: A History / B. J. Clebaner. – Washington: Beard Books, 1990. – 296 p.
403. Cleveland E. Railroad Promotion and Capitalization in the United States / E. Cleveland, F. Powell. – N.Y.: Longmans, Green and Co, 1909. – 368 p.
404. Cleveland H. Citibank. 1812–1970 / H. Cleveland., T. Huertas. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985. – 456 p.
405. Collins M. Money and Banking in the UK: A History / M. Collins. – London: Routledge, 2012. – 656 p.
406. Commerce and Industry: Tables of statistics for the British Empire from 1815. Edited by William Page. – L.: Constable and Co., Ltd., 1919. – 239 p.
407. Commercial and Money Affairs. Sales at the Stock Exchange Stock Exchange Lloyds // The New York Times. – 1857. – July 23.
408. Common Stock Price Movements in Selected Nations, 1918–1929 // New York Times. – 1921. – January 1.
409. Copper C. Zwischen Markwirtschaft und Dirigismus: Bankenpolitik im “Dritten Reich”, 1933–1939 / C. Copper. – Bonn: Bouvier Verlag, 1995. – 400 s.
410. Corey L. The House of Morgan. Social Biography of the Masters of Money. – N. Y.: AMS Press, 1930 (Reprint. – 1969.) – 479 p.
411. Cottrell P. L. The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939 / P. L. Cottrell // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 39–62.
412. Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 1–44.
413. Crafts N. F. R. Industrial Revolution in England and France: Some Thoughts on the Question «Why Was England First»/ N. F. R. Crafts // The Economics of Industrial Revolution / Ed. by J. Mokyr. – New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. – P. 119–131.
414. Crafts N. The 1930s: Understanding the Lessons / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 45–73.

415. Croce B. On Liberty / B. Croce // Foreign Affairs. – 1932, October. – P. 1–2.
416. Crouzet F. Capital Formation in Great Britain during Industrial Revolution / F. Crouzet // Capital Formation in the Industrial Revolution / Ed. by F. Crouzet. – London: Taylor & Francis, 1972. – P. 162–222.
417. Crouzet F. Commerce exterieur et empire: L'Experience britannique du libre-exchange a la Premiere Guerre mondiale / F. Crouzet // Annales ESC. – 1964. – Vol. 19/2. – P. 281–310.
418. Crowd See Market History Made // The New York Times. – 1929. – October 30.
419. Dakers C. A Genius for Money. Business, Art and the Morrisons / C. Dakers. – New Haven: Yale University Press, 2011. – 326 p.
420. Dana Noyes A. The Market Place: reminiscences of a financial editor / A. Dana Noyes. – Boston: Little, Brown & Company, 1938. – 384 p.
421. Daudin G. Globalization, 1870–1914 / G. Daudin, M. Morys, K. O'Rourke // The Cambridge Economic History of Modern Europe. 2 Vols. – Vol. 2. 1870 to the present. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – 468 p.
422. Daunton M. J. Finance and Politics: Comments / M. J. Daunton // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 283–290.
423. Davis L. E. A. The Export of British Finance, 1965–1914 / L. E. Davis, R. A. Huttenback // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 28–76.
424. Davis L. E. Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914 / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – 986 p.
425. Davis L. E. International Capital Markets and American Economic Growth, 1820–1914 / L. E. Davis, L., R. J. Cull. – Cambridge: Cambridge University Press, 2002. – 180 p.
426. Davis L. E. Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860–1912 / L. E. Davis, R. A. Huttenback. – Cambridge: Cambridge University Press, 1988. – 408 p.
427. Davis L. Micro rules and macro outcomes: the impact of micro structures on the efficiency of security exchanges, London, New York and Paris, 1800–1914 / L. Davis, L. Neal // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88. – № 2. – P. 40–45.

428. Davis S. Civil Society and Civil Economy / S. Davis. – <http://www.cipe.org>
429. Dawson F. G. The First Latin American Debt Crisis: The City of London and the 1822–25 Loan Bubble / F. G. Dawson. – New Haven: Yale University Press, 1990. – 320 p.
430. Defoe D. The Complete English Gentleman (1890) / D. Defoe. – London: D. Nutt, 1890. – 295 p.
431. Defoe D. The Complete English Tradesman / D. Defoe. – <http://www.gutenberg.org>
432. Defoe D. The True-Born Englishman / D. Defoe. – <http://www.luminarium.org>
433. DeLong J. B. Slouching Toward Utopia? 20th Century Economic History / J. B. DeLong. – <http://www.econ161.berkeley.edu>
434. Depression of Trade and Industry. Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. – London, 1886. – 418 p.
435. Die Verkehrskrisis des Jahres 1857 // Preussische Jahrbucher. – 1858. – № I. – S. 97.
436. Dieterici K. Handbuch der Statistik des preussischen Staates / K. Dieterici. – Berlin: Mittner und Gohn, 1861. – 717 s.
437. Dieterici K. Der Volkswohlstand im preussischen Staate: in Vergleichen aus den Jahren vor 1806 und von 1828 bis 1832, so wie aus der neuesten Zeit, nach statistischen Ermittlungen und dem Gange der Gesetzgebung aus amtlichen Quellen / K. Dieterici. – Berlin: Druck und Verlag von Ernst Siegfried Mittler, 1846. – 264 s.
438. Dimson E. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns / E. Dimson, P. Marsh, M. Stanton. – Princeton, MA: Princeton University Press, 2002. – 320 p.
439. Douglas W. Democracy and Finance. The Addresses and Public Statements of W.O. Douglas as Member and Chairman of the Securities and Exchange Commission / W. Douglas. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1940. – 301 p.
440. Downing N. W. Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market / N. W. Downing // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 271–298.
441. Dulles F. R. Labour in America / F. R. Dulles. – N. Y.: Thomas Y. Crowell Company, 1949. – 402 p.
442. Dunn R. American Foreign Investment / R. Dunn. – New York: B.W. Huebsch and the Viking Press, 1926. – 421 p.

443. Doane R. The measurement of American wealth: A study of the monetary measures of the total wealth, income, expenditures, profits, losses, debts and savings of American producers, consumers and institutions, from 1860 to 1933 / R. Doane. – N.Y.: Harper, 1933. – 242 p.
444. Edelstein M. Foreign Investment, Accumulation and Empire, 1860–1914 / M. Edelstein // Cambridge Economic History of Modern Britain [ed. R. Floud, P. Johnson]. 3 vols. Vol. 2. Economic Maturity, 1860–1939. – Cambridge: Cambridge University Press, 2004. – P. 191–196.
445. Eichengreen B. Fetters of Gold and Paper / B. Eichengreen, P. Temin // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 429–448.
446. Eichengreen B. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System / B. Eichengreen. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 265 p.
447. Eichengreen B. Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen. – N.Y.: Oxford University Press, 1992. – 480 p.
448. Eichengreen B. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen, P. Temin // Contemporary European History. – 2000. – Vol. 9. – № 2. – P. 154, 183–207.
449. Eichengreen B. Viewpoint: Understanding the Great Depression / B. Eichengreen // Canadian Journal of Economics. – 2004. – Vol. 37. – № 1. – P. 1–27.
450. Eiichi S. The autobiography of Shibusawa Eiichi: from peasant to entrepreneur / Eiichi S. – Tokyo: Teruko Craig, 1994. – 192 p.
451. Esslen J. Konjunktur und Geldmarkt, 1902–1908 / J. Esslen. – Stuttgart: J. G. Cotta, 1909. – 320 s.
452. European banks raise their rates // The New York Times. – 1907. – November 11.
453. Evans D. M. Commercial Crisis, 1847–48 / D. Morier Evans. – London: Letts, Son & Steer, 1848. – 147 p.
454. Evans D. M. The History of the Commercial Crisis 1857–1858 and the Stock Exchange Panic of 1859 / D. M. Evans. – L.: Groombridge, 1859. – 212 p.
455. Evans R. The Third Reich in power, 1933–1939 / R. Evans. – N. Y.: Penguin Press, 2005. – 941 p.
456. Feiler A. Das Ende der Hochkonjunktur. Rckblicke auf das Wirtschaftsjahr 1907 / A. Feiler. – Frankfurt a/M.: Neuer Frankfurter Verlag, 1908. – 40 s.

457. Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. – Jena: G. Fischer, 1914. – 203 s.
458. Feinstein C. National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855–1965 / C. Feinstein. – Cambridge: Cambridge University Press, 1972. – 251 p.
459. Feinstein C. Private International Capital Flows in Europe in the Interwar Period / C. Feinstein, K. Watson // Banking, Currency and Finance in Europe between the Wars / Ed. Feinstein C. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – 536 p.
460. Ferguson N. Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1800–2000 / N. Ferguson. – New York: Basic Books, 2001. – 552 p.
461. Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – 548 p.
462. Ferguson N. Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927 / N. Ferguson. – L.: Cambridge University, 1995. – 539 p.
463. Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – 441 p.
464. Ferguson N. The House of Rothschild: World's Banker, 1849–1999 / N. Ferguson. – N. Y.: Viking Penguin, 1999. – 1309 p.
465. Ferguson N. The Pity of War / N. Ferguson. – L.: Penguin Press, 1998. – 563 p.
466. Ferguson N. The World's Banker. A History of the House of Rothschild / N. Ferguson. – L.: Weidenfeld & Nicolson, 1998. – 1039 p.
467. Fergusson A. When Money Dies. The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation and Hyperinflation in Weimar Germany / A. Fergusson. – N. Y.: Public Affairs, 2010. – 269 p.
468. Financial Markets: Last Week Reactions in Stocks and the Talk of the Future Crash // The New York Times. – 1929. – September 9.
469. Financial Situation at Home and Abroad // The Economist. – 1914. – 1 August.
470. Financial Systems // The New York Times. – 1873. – November 22.
471. Financiers Ease Tension // The New York Times. – 1929. – October 29.
472. Fisher I. The Need for Health Insurance / I. Fisher // American Labor Legislation Review. – 1917. – № 7. – P. 10.
473. Fisher Sees Stocks Permanently High // The New York Times. – 1929. – October 16.

474. Fisher View is Opposite, Declares No Big Recession in Market Is Due, Because inventions Are Adding to Wealth // The New York Times. – 1929. – September 6. – P. 12.
475. Flandreau M. Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830 / M. Flandreau, J. Flores // Journal of Economic History. – 2009. – Vol. 69. – № 3. – P. 646–684.
476. Flandreau M. Central Bank Cooperation in Historical Perspective: A Sceptical View / M. Flandreau // Economic History Review. – 1997. – Vol. 50. – № 4. – P. 735–763.
477. Flandreau M. Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century / M. Flandreau, N. Sussmann. – 2002. – <http://www.iadb.org>
478. Flath D. The Japanese economy / D. Flath. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – 371 p.
479. Fodor G. The Boom that Never Was? Latin American Loans in London 1822–1825 / G. Fodor // University of Trento, Italia. Department of Economics Working Papers. № 205. – <http://www.econpapers.repec.org>
480. Fogel R. Railroads and American Economic Growth: Essays in Econometric History / R. Fogel. – Baltimore: John Hopkins Univ. Press, 1964. – 315 p.
481. Fogel R. W. The reinterpretation of American economic history / R. W. Fogel, S. L. Engerman. – New York: Harper & Row, 1971. – 494 p.
482. Ford A. G. Argentina and the Baring Crisis of 1890 / A. G. Ford // Oxford Economic Papers. – 1956. – № 8. – P. 127–160.
483. Forman S. The Rise of American Commerce and Industry / S. Forman. – N. Y.: Century, 1927. – 500 p.
484. France – War Panic and the Bourse-Close of the Coulisse // The Economist. – 1914. – 1 August.
485. France // The Economist. – 1874. – March 7. – P. 291–292.
486. France Feels Sure our crisis is over // The New York Times. – 1907. – November 11.
487. Freedman C. Joint-Stock Enterprise in France, 1807–1867: From Privileged Company to Modern Corporation / C. Freedman. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1979. – 250 p.
488. French War Finances // The Economist. – 1917. – 4 August.
489. Friedman M. A monetary History of the United States. 1867–1960. – New York: National Bureau of Economic Research, 1963. – 860 p.

490. Fromm B. Blood and Banquets: A Berlin Social Diary / B. Fromm. – N. Y.: Harper & Brothers, 1942. – 332 p.
491. Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – 279 p.
492. Geisst C. Beggar Thy Neighbor. A History of Usury and Debt / C. Geisst. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013. – 388 p.
493. Geisst C. Visionary capitalism: financial markets and the American dream in the twentieth century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – 191 p.
494. Germany and Austria / The Economist. – 1876. – Dec. 9. – P. 1433.
495. Germany. A Crisis Apprehend on the Berlin Bourse // The New York Times. – 1873. – October 2.
496. Germany's financial crisis // The New York Times. – 1908. – September 23.
497. Gilbert C. Mirrors of Wall Street / C. Gilbert. – N. Y.: Putnam, 1933. – 268 p.
498. Glanz R. The Rothschild Legend in America / R. Glanz // Jewish Social Studies. – 1957. – № 19. – P. 3–28.
499. Glass-Steagall Act. – <http://www.en.wikipedia.org>
500. Glass C. An Adventure in Constructive Finance / C. Glass. – N. Y.: Doubleday, 1927. – 423 p.
501. Globalization in Historical Perspective [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – 588 p.
502. Goldsmith R.W. Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688–1978 / R.W. Goldsmith. – Chicago: University Of Chicago Press, 1985. – 372 p.
503. Gömmel R. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19 Jahrhundert bis 1914 / R. Gömmel // Deutsche Börsengeschichte / R. Gömmel, F. Henning, K. Kaufhold, B. Rudolph, R. Walter. – Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag, 1992. – S. 135–210.
504. Gooch J. P. The Lessons of 1914–1918 / J. P. Gooch // Current History. – 1934, August. – P. 510–525.
505. Good D. Modern Economic Growth in the Habsburg Monarchy / D. Good // Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays. Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 201–220.

506. Gordon J. An Empire of Wealth. The Epic History of American Economic Power / J. Gordon. – N.Y: Harper, 2004. – 460 p.
507. Gordon M. Voluptuous panic: the erotic world of Weimar Berlin / M. Gordon. – Los Angeles: Feral House, 2006. – 308 p.
508. Gordon T. The Day the Bubble Burst: a social history of the Wall Street crash of 1929 / T. Gordon, M. Morgan-Witts. – N. Y.: Penguin Books, 1980. – 484 p.
509. Great Activity in Government Securities // The New York Times. – 1866. – April 25.
510. Great Britain. Inspection of Factories and Workshops. Report of the Chief Inspector 1908. – London, 1909. – 317 p.
511. Gregory P. Russian National Income, 1885–1913 / Gregory P. – N. Y.: Cambridge University Press, 2004. – 376 p.
512. Grossman R. S. Unsettled Account. The Evolution of Banking in the Industrialized World since 1800 / Grossman R. S. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – 384 p.
513. Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 51–91.
514. Guetter F. Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States / F. Guetter, A. McKinley. – Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. – 32 p.
515. Guinnane T. W. German Debt in the Twentieth Century / T. W. Guinnane // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 327–358.
516. Gold and Exchange Shifted fast in 1931 // The New York Times. – 1931. – December 31.
517. Hall A. R. The London Capital Market and Australia, 1870–1914. – Canberra: Australian National University, 1963. – 221 p.
518. Hall D. Fred Dibnah's Victorian Heroes / D. Hall. – L.: Corgi Books, 2012. – 496 p.
519. Hallinan C. T. American Investments in Europe / C. T. Hallinan. – L.: Europe Pub. Co. Ltd., 1927. – 89 p.
520. Hamao Y. Listing Policy and Development of the Tokyo Stock Exchange in the Pre-War Period / Y. Hamao, T. Hoshi, T. Okazaki. – 2006. – <http://www.2.e.u-tokyo.ac.jp>
521. Hamilton E. John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief / E. Hamilton // American Economic Review. – 1967. – Vol. 57. – № 2. – P. 273–282.

522. Hancock D. Citizens of the world. London merchants and the integration of the British Atlantic Community, 1735–1788 / D. Hancock. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 477 p.
523. Harland-Jacobs J. L. Builders of Empire: Freemasonry and British Imperialism, 1717–1929 / J. L. Harland-Jacobs. – Chapel Hills: University of North Carolina Press, 2007. – 400 p.
524. Harr J. The Rockefeller Century / J. Harr, P. Johnson. – N. Y.: Charles Scribner Sons, 1988. – 621 p.
525. Harrington J. The Model of Commonwealth of Oceana (1656) / J. Harrington // The Political Works of James Harrington [Ed. J. Pocock]. – Cambridge: Cambridge University Press, 1977. – P. 257–262.
526. Harris R. The Bubble Act: Its Passage and its effect on Business Organizations // R. Harris// Journal of Economic History. – 1994. September. – Vol. 54. – № 3. – P. 610–627.
527. Hartman J. An Empire of Trade: Commercial Reason of State in Seventeenth-Century Holland / J. Hartman, A. Weststein // The Political Economy of Empire in the Early Modern World / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 11–31.
528. Hasenkamp A. Die wirtschaftliche Krisis des Jahres 1907 in den Vereinigten Staaten von Amerika / A. Hasenkamp. – Jena: G. Fischer, 1908. – 96 s.
529. Hassall C. Edward Marsh, Patron of the Arts, a Biography by Christopher Hassall / C. Hassal. – N. Y. Longmans, 1959. – 732 p.
530. Hau M. Entrepreneurship in France / M. Hau // The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times [Ed. by D. S. Landes]. – Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. – P. 305–330.
531. Heine H. Ludwig Borne – em Denkschnft / H. Heine // Samthche Schriften. Vol 4. – Munich, 1971. – S. 28.
532. Helfferich K. Das Geld / K. Helfferich. – Berlin: C. L. Hirschfeld, 1903. – 590 s.
533. Helfferich K. Der deutsche Geldmarkt 1895 bis 1902 und Der Kurzfristige Kredit. Die Kreditbanken und Die Krisis (Vereins für Socialpolitik. Vol. 110) / K. Helfferich. – Berlin, 1903. – 482 s.
534. Hidy R. The House of Baring in American Trade and Finance: English Merchant Bankers at Work, 1765–1861 / R. Hidy. – Cambridge, MA: Harvard University Press, 1949. – 631 p.
535. Hirschmeier J. The Development of Japanese Business: 1600–1973 / J. Hirschmeier, T. Yui. – London: Taylor & Francis, 2006. – 344 p.

536. Hirschmeier J. The origins of entrepreneurship in Meiji Japan / J. Hirschmeier. – Cambridge (Massachussets): Harvard University Press, 1964. – 354 p.
537. Hitler Unites Ranks of the Old Germany to War on Bruning // The New York Times. – 1931. – October 12.
538. Hobson C. K. The Export of Capital / C. K. Hobson. – New York: Garland, 1983. – 264 p.
539. Hobson J. A. Imperialism. A study. / J. A. Hobson. – London: Ann Arbor, 1968. – 408 p.
540. Hof P. Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945) / P. Hof. – München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. – 480 s.
541. Holtfrerich C. Frankfurt as a Financial Centre / C. Holtfrerich. – Berlin: Verlag C.H. Beck, 1999. – 365 p.
542. Holtfrerich C. Frankfurts Weg zu einem europäischen Finanzzentrum / C. Holtfrerich // Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert [Ed. Christoph Maria Merki]. – Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. – S. 53–82.
543. Homer S. A. A History of Interest Rates / S. Homer, A. Sylla. – New Brunswick: Rutgers University Press, 1996. – 688 p.
544. Hoover H. American Individualism / H. Hoover. – N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. – 72 p.
545. Hoover H. The Challenge to Liberty / H. Hoover. – N.Y.: Charles Scribner's sons, 1934. – 212 p.
546. Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. – New York: Macmillan. 1952. – 507 p.
547. Hoshi T. Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future / T. Hoshi, A. Kashyap. – Cambridge (Massachusetts): MIT Press, 2004. – 387 p.
548. Howe Q. World diary: 1929–1934 / Q. Howe. – N. Y.: M. McBride & company, 1934. – 393 p.
549. Hsu S. Financial Crises, 1928 to the Present / S. Hsu. – Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2013. – 178 p.
550. Hubner O. Jahrbuch fur Volkswirtschaft und Statistik / O. Hubner. – Leipzig: H. Hubner Verlag, 1857. – 148 s.
551. Huddlestone S. Personalities and the Politics in France / S. Huddlestone // Atlantic Monthly. – 1925. – January. – P. 115–121.

552. Hunt R. The Amazing Dr. Strousberg / R. Hunt. – London, Richard Hunt Publishing, 2009. – 196 p.
553. Hutson E. The Evolution of the Managed Funds Industry: Investment Trusts in Nineteenth-century Britain / E. Hutson // Handbook of Research on Stock Market Globalization. – Cheltenham: Edward Elgar, 2012. – P. 137–146.
554. Hutton W. The State We're In / W. Hutton. – London: Cape, 1995. – 352 p.
555. Il y a 500 000 Etrangers a Paris // Le Journal. – 1925. – February 2.
556. Imlah A. Economic Elements of the Pax Britannica: Studies in British Foreign Trade in the Nineteenth Century / A. Imlah. – Cambridge (MA): Harvard University Press, 1958. – 240 p.
557. Investment Trusts and Investment Companies. Part 1. Report of the Securities and Exchange Commission. – Washington, 1939. – <http://www.jstor.org>
558. Investment Trusts and Investment Companies. Part 3. – Washington, 1939. – <http://www.jstor.org>
559. Jak u nás vznikly papírové peníze. – <http://www.jeremyho.blog.cz>
560. James H. Europe reborn: a history, 1914–2000 / H. James. – N. Y.: Longman, 2003. – 492 p.
561. James H. The End of Globalization. Lesson from the Great Depression / H. James. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2002. – 260 p.
562. Jenks L. H. The Migration of British Capital to 1875 / L. H. Jenks. – New York: Knopf, 1927. – 446 p.
563. Jones J. Fifty Billion Dollars: My Thirteen Years with the RFC, 1932–1945 / J. Jones, E. Angly. – N.Y.: McMillan, 1951. – 651 p.
564. Jones T. A Diary with Letters, 1931–1950. – Oxford: Oxford University Press, London, 1954. – 582 p.
565. Josephson M. The Money Lords: The Great Finance Capitalists, 1925–1950 / M. Josephson. – N. Y.: Weybright and Talley, 1972. – 374 p.
566. Juglar C. Des Crises commerciales et leur retour periodique en France, en Angleterre, et aux Etats-Unis / C. Juglar. – Paris: Guillaumin, 1862. – 276 p.
567. Juro T. Were the Banks Really at the Center of the Prewar Japanese Financial System? / T. Juro // Bank of Japan. Monetary and Economic Studies. – 2007. – Vol. 25. – № 1. March. – P. 51–56.

568. Kant I. Toward Perpetual Peace in Practical Philosophy / I. Kant // Cambridge Edition of the Works of Immanuel Kant. – Cambridge: Cambridge University Press, 1999. – 531 p.
569. Kaufman B. Efficiency and Expansion: Foreign Trade Organization in the Wilson administration / B. Kaufman. – Westport (Conn.): Greenwood Press, 1974. – 300 p.
570. Kennedy S. The Banking Crisis of 1933 / S. Kennedy. – Kentucky: University Press of Kentucky, 1973. – 270 p.
571. Kenwood A. G. The Growth of the International Economy, 1820–1860 / A. G. Kenwood, L. Allen. – London: Allen and Unwin, 1971. – 392 p.
572. Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. – 1929. – October 25.
573. Keynes J. M. Advice to Trustee Investors / J. M. Keynes // Collected Writings of John Maynard Keynes. – Vol. XIX. – L.: Macmillan, 1981. – P. 202–206.
574. Keynes J. M. An Economic Analysis of Unemployment (Harris Lectures, 1931) / J. M. Keynes // The collected writings of John Maynard Keynes. Vol. 13. – L.: Macmillan, 1973. – P. 349–351.
575. Keynes J. M. Foreign Investment and National Advantage / J. M. Keynes // Collected Writings of John Maynard Keynes. – Vol. XIX. – L.: Macmillan and Co., 1981. – P. 275–284.
576. Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. – Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. – 146 p.
577. Keynes J. M. The Progress of the Dawes Scheme / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. XVIII. – L.: Macmillan & Co, 1978. – P. 275–287.
578. Keynes J. M. Tract on monetary Reform / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. 4. – L.: Macmillan, 1981. – P. XVI–XVII.
579. Keynes J. M. War and the Financial System / J. M. Keynes // Economic Journal. – 1914. – Vol. 24. № 95. – P. 460–486.
580. Kiddy A. US Market Slump Intensifies British Trade Recession / A. Kiddy // New York Evening Post. Financial and Business Survey. – 1931. – January 2. – P. 38.
581. Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – 355 p.
582. Kindleberger C. A Financial History of Western Europe / C. Kindleberger. – London: Routledge, 1984. – 525 p.
583. King T. A. More Than a Numbers Game. A brief History of Accounting / T. A. King. – Hoboken (New Jersey): John Wiley & Sons, Inc., 2006. – 242 p.

584. King W. T. C. History of the London Discount Market / W. T. C. King. – L.: George Routledge & sons, 1936. – 355 p.
585. Klein E. Road to Disaster / E. Klein. – L.: Allen and Unwin, 1940. – 333 p.
586. Klingaman W. K. 1929: the year of the great crash. – N. Y. Harper & Row, 1989. – 393 p.
587. Klubmann U. Das Kaiserreich. Deutschkand unter preubischer Herrschaft Von Bismarck bis Wilhelm II / U. Klubmann, J. Mohr. – Munchen: Deutsche Verlags-Anstalt, 2014. – 272 p.
588. Knowles L. Industrial and Commercial Revolutions in Great Britain during the nineteenth Century / L. Knowles. – L.: Routledge, 1921. – 416 p.
589. Komlos J. Financial Innovations and the Demand for Money in Austria-Hungary, 1867–1913 / J. Komlos // Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays. Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 115–121.
590. Kopper C. Hjalmar Schacht: Aufstieg und Fall von Hitlers mächtigstem Bankier / C. Kopper. – Munich–Berlin: Hanser, 2006. – 432 p.
591. Krugman P. Return of the rentier city / P. Krugman. – <http://www.krugman.blogs.nytimes.com>
592. Kuczynski J. Die Geschichte der Lage der Arbeiter unter dem Kapitalismus: Die Geschichte der Lage der Arbeiter in Deutschland von 1789 bis in die Gegenwart / J. Kuczynski. – Berlin: Tribüne, 1955. – 470 s.
593. Kuznets S. Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread / S. Kuznets. – Yale: Yale Univ. Press, 1966. – 546 p.
594. Kynaston D. The City of London. 2 vols. Vol. 2. Golden Years. 1890–1914 / D. Kynaston. – London: Chatto and Windus, 1995. – 648 p.
595. Kynaston D. The City of London. Vol. 3. Illusions of Gold, 1914–1945 / D. Kynaston. – L: Chatto & Windus, 2001. – 678 p.
596. Labor Crisis in Germany // The New York Times. – 1874. – August 25.
597. Lamb C. The Africa House: The True Story of an English Gentleman and His African Dream / C. Lamb. – New York: Harper Perennial, 2005. – 432 p.
598. Lamont E. M. The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography / E. M. Lamont. – N. Y.: Madison Books, 1994. – 564 p.
599. Lamont Thomas William // Current biography, 1940. – P. 476.

600. Landes D. S. The Unboud Prometheus. Technical Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to the Present / D. S. Landes. – Cambridge: Cambridge University Press, 1969. – 566 p.
601. Large D. C. Berlin / D. C. Large. – N. Y.: Basic Books, 2000. – 736 p.
602. Lawrence J. S. Wall Street and Washington / J. S. Lawrence. – Princeton: Princeton University Press, 1929. – 466 p.
603. Lee C. H. The British economy since 1700: a macroeconomic perspective / C. H. Lee. – London: CUP Archive, 1986. – 297 p.
604. Lee J. New York and the Panic of 1873 / J. Lee // The New York Times. – 2008. – October 14. – <http://www.cityroom.blogs.nytimes.com>
605. Lefevre E. Reminiscences of a Stock Operator (1923) / E. Lefevre. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – 260 p.
606. Lefevre E. The Little Fellow in Wall Street / E. Lefevre // The Saturday Evening Post. – 1930. – January 4.
607. Lefevre E. When It is Safe to Invest? / E. Lefevre // Saturday Evening Post. – 1932. – August 6.
608. Lerner W. Historical Statistics of the United States. Colonial Times to 1970 / W. Lerner. – Washington: United States Dept. of Commerce, 2003. – 1926 p.
609. Lévy-Leboyer M. Histoire économique et sociale de la France depuis 1848 / M. Lévy-Leboyer. – Paris: Cours de Droit, Institut d'études politiques, 1951–1952. – 317 p.
610. Lewin H. Railway Mania and its Aftermath: 1845–1852 (being a sequel to Early British railways) / H. Lewin. – New York: A. M. Kelley, 1968. – 526 p.
611. Lewis W. A. Growth and Fluctuations, 1870–1913 / W. A. Lewis. – London: Allen & Unwin, 1978. – 338 p.
612. Loeb E. Die Berliner Grossbanken in den Jahren 1896 bis 1902 / E. Loeb // Die Storungen im dt. Wirtschaftsleben wahrend dj. 1900 ff. Bd. 6. – Leipzig, 1903. – S. 81–319.
613. Logan S. A. George F. Baker and His Bank, 1840–1955: a double biography / S. A. Logan. – N. Y.: S. A. Logan (Privately publishing), 1981. – 472 p.
614. London Disturbed by Continued Fall // The New York Times. – 1929. – October 30.
615. Lowenfeld H. Investment practically considered / H. Lowenfeld. – London: The Financial review of reviews, 1909. – 432 p.
616. Lowenfeld H. The Investment of Trust Funds in the Safest and Most Productive / H. Lowenfeld. – London, 1911 (Reprint. – Nabu Press, 2012). – 106 p.

617. Lundberg F. America's 60 Families / F. Lundberg. – N. Y.: Vanguard Press, 1937. – 578 p.
618. Lynch D. The Concentration of Economic Power / D. Lynch. – N.Y.: Columbia University Press, 1946. – P. 118.
619. Mackay C. Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds (1852) / C. Mackay. – N. Y.: Page & Co, 1960. – 656 p.
620. Macleod C. The 1690s Patents Boom – Invention of Stock Jobbing / C. Macleod // Economic History Review. – 1986. November. – Vol. 39. – №. 4. – P. 549–571.
621. Maddison A. Dynamic Forces in the Capitalist Development / A. Maddison. – Oxford: Oxford University Press, 1991. – 333 p.
622. Magee G. B. Empire and Globalisation. Networks of People, Goods and Capital in the British World, 1850–1914 / G. B. Magee, A. S. Thompson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – 291 p.
623. Marichal C. A century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820–1930 / C. Marichal. – Princeton: Princeton University Press, 1989. – 238 p.
624. Markets and the Crisis: Consols Comparatively Steady // Financial Times. – 1914. – 29 July.
625. Markets and the Crisis: Selling Centralised on London // Financial Times. – 1914. – 29 July.
626. Marseille J. The Phases of French Colonial Imperialism: Towards a New Periodization / J. Marseille // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 127–141.
627. Marshall B. K. Capitalism and Nationalism in pre-war Japan: The Ideology of the Business Elite / B. K. Marshall. – Stanford: Stanford University Press, 1967. – 163 p.
628. Mason A. T. Brandeis: A Free Man's Life / A. T. Mason. – N. Y.: Viking, 1946. – 713 p.
629. Mathias P. Who Unbound Prometheus? Science and Technical Change, 1600–1800 / P. Mathias // Bulletin of Economic Research. – 1969. – Vol. 21. – P. 3–16.
630. Matsukata M. Report on the Adoption of the Gold Standard in Japan / M. Matsukata. – Tokyo: Government Press, 1899. – 389 p.
631. Mauro P. Emerging markets and Financial Globalisaton / P. Mauro, N. Sussman, Y. Yafeh. – Oxford: Oxford Univ. Press, 2006. – 197 p.

632. Mayhew H. German Life and Manners as Seen in Saxony at the Present Day / H. Mayhew. – London: W.H. Allen & Co., 1864. – Vol. 2. – 682 p.
633. McDonald F. Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon / F. McDonald. – Chicago: University of Chicago Press, 1962. – 400 p.
634. McElvaine R. S. The Great Depression America, 1929–1941 / R. S. McElvaine. – N. Y.: Three Rivers Press, 2009. – 402 p.
635. McGrane R. The Economic Development of the American Nation / R. McGrane. – Boston: Ginn and Company, 1942. – 691 p.
636. McMullen F. D. Army of Woman, who Watch the Ticker, Queen Nefertiti / F. D. McMullen // The New York Times. – 1929. – March 31.
637. McNeil W. American Money and the Weimar Republic: Economics and Politics on the Eve of the Great Depression / W. McNeil. – N. Y.: Columbia University Press, 1986. – 532 p.
638. Michie R. The City of London. Continuity and Change, 1850–1990 / R. Michie. – L.: Macmillan, 1992. – 238 p.
639. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
640. Michie R. The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914 / R. Michie. – L.: Allen and Unwin, 1987. – 328 p.
641. Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – 682 p.
642. Michie R. The Stock Market and the Corporate Economy: a Historical Overview / R. Michie // Handbook of Research on Stock Market Globalization / Ed. by G. Potraiss. – Cheltenham (UK): Edward Elgar, 2012. – P. 28–67.
643. Minsky H. A Theory of Systemic Fragility / H. Minsky // Financial Crises: Institutes and Markets in a Fragile Environment [Eds. E. Altman, A. Sametz]. – N. Y.: Wiley, 1977. – P. 138–152.
644. Mises L. von. Die Entwicklung des Gutsherrlich-Bauerlichen Verhältnisses in Galizien (1772–1848) / L. von Mises. – Wien und Leipzig: Franz Deuticke, 1902. – 144 p.
645. Mitchell B. R. British Historical Statistics / B. R. Mitchell. – Cambridge: Cambridge University, 1988. – 891 p.
646. Mitchell W. C. Business Cycles and Unemployment: Report and Recommendations of a Committee of the President's Conference on Unemployment, Including an Investigation Made Under the Auspices of the National Bureau of Economic Research / W. C. Mitchell. – New York: McGraw-Hill, 1923. – 405 p.

647. Mitchener K. Blood and Treasure: Exiting the Great Depression and Lessons for Today / K. Mitchener, J. Mason // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 395–428.
648. Mixon S. The Crisis of 1873: Perspectives from Multiple Asset Classes / S. Mixon. – 2007. – <http://www.papers.ssrn.com>
649. Moen J. The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies / J. Moen, E. Talmann // *Journal of Economic History*. – 1992. – Vol. 52. – № 3. – P. 611–630.
650. Mokyr J. The Enlightened Economy. An Economic History of Britain 1700–1850 / J. Mokyr. – New Haven: Yale University Press, 2009. – 564 p.
651. Mokyr J. The Industrial Revolution an the New Economic History / J. Mokyr // *The Economics of Industrial Revolution* / Ed. by J. Mokyr. – New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc., 1985. – P. 1–52.
652. Moley R. After Seven Years / R. Moley. – N. Y.: Harper, 1939. – 446 p.
653. Money Crisis due to Hoarding-Hill // *The New York Times*. – 1857. – November 11. – <http://www.query.nytimes.com>
654. Money Market // *The Times*. – 1873. – 11 November.
655. Money Market and City Intelligence // *The Times*. – 1873. – 21 November.
656. Money Plentiful in London // *The New York Times*. – 1892. – January 24.
657. Moody J. The Masters of Capital. A Chronicle of Wall Street // J. Moody. – New Haven: Yale University Press, 1921. – 234 p.
658. Moody J. The truth about the trusts: a description and analysis of the American trust movement / J. Moody. – New York: Greenwood Press, 1904 (Reprint. – 1968). – 514 p.
659. Morawski W. Historia Finansow Wspolczesnego Swiata Od 1900 Roky / W. Morawski. – Warszawa: Difin, 2008. – 127 s.
660. Moreau E. The golden franc: memoirs of a governor of the Bank of France: the stabilization of the franc (1926–1928) / E. Moreau. – Boulder (Co): Westview Press, 1991. – 574 p.
661. Morgan E. V. Studies in British Financial Policy, 1914–15 / E. V. Morgan. – L.: Macmillan, 1952. – 388 p.
662. Mulhall M. The Dictionary of Statistics / M. Mulhall. – L.: Routledge, 1909. – 892 p.
663. Murphy A. John Law: Economic Theorist and Policy-Maker / A. Murphy. – Oxford: Clarendon Press, 1997. – 392 p.

664. Neal L. The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System / L. Neal // Federal Reserve Bank of St. Louise. Review. – 1998. – May–June. – P. 53–76.
665. Neal L. The rise of financial capitalism. International capital markets in the Age of Reason / L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 1990. – 278 p.
666. Neal L. / Why Did Finance Capitalism and the Second Industrial Revolution Arise in the 1890s? / Neal L., Davis L. // Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. – P. 129–161.
667. Nelson R. Institution supporting technical change in the United States / R. Nelson // Technical change and economic theory / Ed. G. Dosi. – London: Pinter, 1988. – P. 319–329.
668. Neumann-Spallart F. Uebersichten der Weltwirtschaft, Jahrgang 1885–1889 / F. Neumann-Spallart. – Berlin: Verlag für Sprach- und Handelswissenschaft, 1896. – 766 s.
669. Neuwirth J. Bankakte Und Bankstreit In Oesterreich-Ungarn, 1862–1873 (1873) / J. Neuwirth. – Wien: Kessinger Publishing's (Photocopy Edition), 2010. – 502 s.
670. No Panic // Daily Mirror. – 1914. – 1 August.
671. Noble H. The New York Stock Exchange in the Crisis of 1914 / H. Noble. – N. Y.: The Country life press, 1915. – 89 p.
672. Nonn C. Bismarck. Ein Preube und sein Jahrhundert / C. Nonn. – Munchen: C. H. Beck Verlag, 2015. – 400 s.
673. Not a credit crisis // The New York Times. – 1907. – March 17.
674. Noyes A. D. Forty years of American finance / A. D. Noyes. – N. Y.: G. P. Putnam's Sons, 1909 (Reprint. – Ayer Publishing, 1980). – 418 p.
675. Noyes A. Forty Years of American Financial History / A. Noyes. – N.Y.: Putnam, 1898. – 418 p.
676. O'Rourke K. Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy / K. O'Rourke, J. Williamson. – Cambridge: MIT Press, 1999. – 343 p.
677. O'Sullivan M. Funding new Industries: A Historical Perspective on the Financial Role of the U.S. Stock Market in the Twentieth Century / M. O'Sullivan // Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. – P. 163–216.
678. Obstfeld M. Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870–1913 versus 1925–1931 / M. Obstfeld, A. Taylor // Economic Journal. – 2003. – № 13. – P. 241–275.

679. Oechelhaeuser W. Die wirtschaftliche Krisis / W. Oechelhaeuser. – Berlin: J. Springer, 1876. – 638 s.
680. Oesterreichische Nationalbank. 1816–1818. Zeit der Gründung und des Provisoriums. – <http://www.oenb.at>
681. Ohkawa K. Japanese Economic Growth: trend acceleration in the twentieth century / K. Ohkawa, H. Rosovsky. – Stanford: Stanford University press, 1973. – 327 p.
682. Orbell J. Baring Brothers & Co., Limited: A History to 1939 / J. Orbell. – L.: Baring Brothers & Company, 1995. – 93 p.
683. Ormesson W. La grande crise mondiale de 1857 / W. Ormesson. – Paris: Maurice d'Hartoy, 1933. – 137 p.
684. Österreichisch-Ungarische Monarchie (Geschichte: 1809–1815). – <http://www.peter-hug.ch>
685. Our Securities Abroad // The New York Times. – 1866. – August 28.
686. Palmade G. P. French Capitalism in the Nineteenth Century / G. Palmade, G. Holmes. – L.: David & Charles PLC, 1972. – 248 p.
687. Palyi M. The Twilight of Gold, 1914–1936: Myths and Realities / M. Palyi. – Chicago: H. Regnery Company, 1972. – 365 p.
688. Parker S. The Great Crash. How the Stock Market Crash of 1929 Plunged the World into Depression / S. Parker. – L.: Piatkus, 2008. – 310 p.
689. Parkinson J. War, Peace and the Rise of the London Stock Market / J. Parkinson // The Political Economy of Empire in the Early Modern World / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 131–146.
690. Parrish M. Anxious Decades / M. Parrish. America in Prosperity and Depression, 1920–1941 / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – 529 p.
691. Partington J. Railroad Purchasing and the Business Cycle / J. Partington. – Washington: Brookings Institution, 1929. – 309 p.
692. Pecora F. Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers / F. Pecora. – N. Y.: Simon and Schuster, 1939. – 311 p.
693. Porter G. R. The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. – London: John Murray 1851. – 843 p.
694. Pratt S. The Work of Wall Street / Pratt S., Crowell J. – N.Y.: D. Appleton & Company, 1920. – 447 p.
695. Preussisches Handelsarchiv – Wochenschrift für Handel, Gewerbe und Verkehrs-Anstalten. – Berlin: W. Besser, 1849. – S. 36.

696. Pusey M. Eugene Meyer / M. Pusey. – N. Y.: Alfred A. Knopf, 1974. – P. 117–125.
697. Raffalovich A. Les crises commerciales et financieres depuis 1889 / A. Raffalovich. – Paris: Guillaumin, 1900. – 125 p.
698. Raffalovich A. La crise de Londres en novembre 1890 / A. Raffalovich // Journal des Economistes. – T. IV. – P. 322–327.
699. Railway Speculations // Times. – 1845. – 27 Oct.
700. Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – <http://www.seyan.info>
701. Range and Dividends for Selected Common Stocks // New York Times. – 1921. – December 31.
702. Ranis G. The Financing of Japanese Economic Development / G. Ranis // The Economic History Review. – 1959. – Volume 11, Issue 3. – P. 440–454.
703. Raynal A. A Philosophical and Political History of the Settlements and Trade of the European s in the East and West Indies / A. Raynal. – L.: T. Cadell, 1783. – Vol. 6. – P. 412.
704. Reibnitz K. von. Die New Yorker Fondsbörse (Stock Exchange): ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung / K. von Reibnitz. – Fischer, 1912. – 126 s.
705. Reibnitz K. von. Amerikas internationale Kapitalwanderungen / K. von. Reibnitz. – Berlin: Gruyter, 1926. – 123 s.
706. Report on Industrial Depression. United States Bureau of Labour. [First annual report of the Commissioner of labor]. – Washington: United States Department of Labour, 1886. – 296 p.
707. Revue economique internationale. – 1910. – Vol. I. – № 2. – P. 410–411.
708. Revue economique internationale. – 1914. – Vol. 1. – №. 1. – P. 144.
709. Rezneck S. The Social History of an American Depression 1837–1843 / S. Rezneck // The American Historical Review. – 1935. – Vol. 40, No. 4. – P. 662–687.
710. Ricardo D. The high price of bullion, a proof of the depreciation of bank notes / D. Ricardo. – L.: Harding & Wright, 1810. – 56 p.
711. Rich P. J. Elixir of Empire: The English Public Schools, Ritualism, Freemasonry and Imperialism / P. J. Rich. – London: Regency, 1989. – 152 p.
712. Rise of United States Securities at Frankfurt – Success of the New Treasury Arrangement // The New York Times. – 1871. – August 15.

713. Ritschl A. Reperations, Deficit and Debt Default: The Great Depression in Germany // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 110–139.
714. Robbins L. The Great Depression / L. Robbins. – New York: Macmillan, 1934 (Transaction Publishers, 2009). – 238 p.
715. Roberts A. America's First Great Depression. Economic Crisis and Political Disorder After the Panic of 1837 / A. Roberts. – Ithaca: Cornell University Press, 2012. – 255 p.
716. Roberts J. Mitsui: Three Centuries of Japanese Business / J. Roberts. – N. Y.: Weatherhill, 1973. – 564 p.
717. Roberts R. Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914 / R. Roberts. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 301 p.
718. Roberts R. Scroders: Merchant & Bankers / R. Roberts. – London: Macmillan, 1992. – 616 p.
719. Robida A. The twentieth century / A. Robida. – Middletown: Wesleyan University Press, 2004. – 397 p.
720. Rommer C. Spurious Volatility in Historical Unemployment Data / C. Rommer // Journal of Political Economy. – 1896. – Vol. 94. – № 1. – P. 1–37.
721. Roose K. Was the Great Gatsby Broke? / K. Roose. – <http://www.nymag.com>
722. Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrisis von 1857–1859 / H. Rosenberg. – Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. – 210 s.
723. Rostow W. The Stages of Economic Growth: a non-communist manifesto / W. Rostow. – Cambridge: Cambridge University Press, 1960. – 292 p.
724. Rothbard M. America's Great Depression / M. Rothbard. – Auburn (Alabama): Ludwig von Mises Institute, 1972. – 361 p.
725. Rothbard M. The Federal Reserve as a Cartelization Device: The Early Years, 1913–1930 / M. Rothbard // Money in Crisis [Ed. B. Siegel]. – San Francisco: Pacific Institute for Public Policy, 1984. – P. 93–117.
726. Rothbard M. The Panic of 1819: Reactions and Policies / M. Rothbard. – Auburn (Alabama): Ludwig von Mises Institute, 2007. – 286 p.
727. Rowe D. The Tragedy of Liberalism: How Globalization Caused the First World War / D. Rowe // Security Studies. – 2005. – Vol. 14. – № 3. – P. 1–41.
728. Rudolph R. L. Banking and Industrialization in Austria-Hungary: The Role of Banks in the Industrialization of the

- Czech Crownlands, 1873–1914 / R. L. Rudolph. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – 291 p.
729. Sartorius von Waltershausen J. Deutsche Wirtschaftsgeschichte 1815–1914 / J. Sartorius von Waltershausen. – Jena: G. Fischer, 1923. – 658 p.
730. Saul S. B. The Myth of the Great Depression, 1873–1896 / S. B. Saul. – L.: Macmillan, 1969. – 63 p.
731. Sayers R. S. The Bank of England 1891–1944 / R. S. Sayers. – Cambridge: Cambridge University Press, 1976. – 680 p.
732. Sayers R. The Bank of England, 1891–1944. 2 Vols. V. 1. – Cambridge: Cambridge University Press, 1976. – 409 p.
733. Scenes in “The Street” // Evening News. – 1914. – 31 July.
734. Schacht Arraigns Capitalist Greed // The New York Times. – 1931. – July 11.
735. Schacht Blames reparations for World Slump: Holds Moratorium for Germany Inevitable // The New York Times. – 1930. – November 22.
736. Schacht H. My First Seventy-six Years: Autobiography / H. Schacht. – London: Wingate, 1955. – 552 p.
737. Schacht H. The end of reparations / H. Schacht. – N. Y.: J. Cape & H. Smith, 1931. – 248 p.
738. Schacht Here, Seems warning in Fascism // The New York Times. – 1930. – October 3.
739. Schaffle E. F. Gesammelte Aufsätze. 2 Bd. Bd 1. / E. F. Schaffle. – Tübingen: Laupp, 1885. – 317 p.
740. Scherzer K. Das Wirtschaftliche Leben der Völker / K. Scherzer. – Leipzig: A. Dürr, 1885. – S. 638.
741. Schlesinger A. The Age of Roosevelt: The crisis of the old order, 1919–1933 / A. Schlesinger. – Boston: Houghton Mifflin, 1957. – 749 p.
742. Schlesinger A. M. The Age of Roosevelt: The Coming of the New Deal / Schlesinger A. M. – Boston: Houghton Mifflin & Co, 1988. – 669 p.
743. Schluter W. The Pre-War Business Cycle 1907 to 1914 / W. Schluter. – New York: Longmans, Green & Co., 1923. – 191 p.
744. Schubert A. The Credit-Anstalt Crisis of 1931 / A. Schubert. – L.: Cambridge University Press, 1991. – 205 p.
745. Schuker S. The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan / S. Schuker. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. – 476 p.

746. Schumacher H. Die Ursachen der Geldkrisis / H. Schumacher. – Dresden, Zahn & Jaensch. 1908. – 76 s.
747. Schumpeter J. A. The Instability of Capitalism / J. A. Schumpeter // Economic Journal. – 1928. – Vol. 38. – P. 361–386.
748. Schwabe W. S. Effect of War on Stock Exchange Transactions. A Short Treatise on the Emergency Legislation, Together with the Statutes and Proclamations, and the Resolutions, Rules, and Notices of the Stock Exchange Committee / W. S. Schwabe, P. Guedalla. – L.: E. Wilson, 1915. – 133 p.
749. Scott I. O. Government Securities Market / I. O. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – 239 p.
750. SEC Expels Meehan on Rigging Charge; First Action of Its Kind Taken by Federal Agency Under Securities Act of 1934 // The New York Times. – 1937. – 3 August.
751. Securities Act Of 1933. – <http://www.sec.gov>
752. Securities Exchange Act Of 1934. – <http://www.sec.gov>
753. Seligman J. The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance / J. Seligman. – Boston: Houghton Mifflin, 1982. – 772 p.
754. Schaffle E. F. Gesammelte Aufsätze 2 Bd. Bd 1. / E. F. Schaffle. – Tübingen: Laupp, 1885. – S. 25.
755. Shades of Smoot-Hawley // Time. – 1985. – October 7. – <http://www.time.com>
756. Sherman Act – <http://www.law.cornell.edu>
757. Shibusawa E. The Development of Banking / E. Shibusawa // Fifty Years of New Japan [Ed. S. Okuma]. 2 vols. Vol. 2. – N. Y.: Kraus, 1970. – P. 486–532.
758. Shinjo H. History of the Yen: 100 years of Japanese money-economy / H. Shinjo. – Tokyo: Kinokuniya, 1962. – 205 p.
759. Shirer W. Berlin diary: the journal of a foreign correspondent, 1934–1941 / W. Shirer. – N. Y. Johns Hopkins University Press, 2002. – 648 p.
760. Shirer W. L. The Collapse of the Third Republic: An Inquiry Into the Fall of France in 1940 / W. L. Shirer. – N. Y. Simon & Shuster, 1969. – 1082 p.
761. Shirer W. The Rise and Fall of the Third Reich: A History of Nazi Germany/ W. Shirer. – N. Y.: Simon & Schuster, 1990. – 1249 p.
762. Shut the Stock Exchange // Financial News. – 1914. – 29 July.
763. Silke P. Die Gründerkrise von 1873 und ihre Auswirkungen / P. Silke. – Munchen: GRIN Verlag, 2008. – 40 s.

764. Simon M. The pattern of new British portfolio foreign investment, 1865–1914 / M. Simon // Hall A. R. (ed.) The Export of Capital from Britain, 1870–1914. – London: Oxford University Press, 1968. – P. 15–44.
765. Sinclair D. Sir Gregor Macgreror and the Land that Never Was: The Extraordinary Story of the Most Audacious Fraud in History / D. Sinclair. – Cambridge, MA: Da Capo Press, 2004. – 358 p.
766. Slack Ch. Hetty: The Genius and Madness of America's First Female Tycoon / Ch. Slack. – N. Y.: HarperCollins, 2005. – 288 p.
767. Smart W. Economic Annals of the Nineteenth Century. 2 Vols. Vol. 2. 1921–1830 / W. Smart. – N.Y.: Macmillan, 1917. – 584 p.
768. Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. – Chicago: Ivan R. Dee, 2002. – 179 p.
769. Smith A. The Bubble of the Age: Or The Fallacies of Railway Investment, Railway Accounts, and Railway Dividends / A. Smith. – L.: Sherwood, Gilbert and Piper, 1848. – 83 p.
770. Smith E. L. Common Stocks as Long Term Investments / Smith E. L. – N. Y.: Kessinger Publishing, 2003. – 136 p.
771. Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – 344 p.
772. Sobel R. AMEX: A History of the American Stock Exchange, 1921–1971 / R. Sobel. – Washington, D.C.: Beard Books. – 382 p.
773. Sobel R. Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters / R. Sobel. – N. Y.: Beard Books, 1999. – 469 p.
774. Sobel R. The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange / R. Sobel. – Washington, D.C.: Beard Books, 2000. – 196 p.
775. Sobel R. The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s / Sobel R. – N. Y.: W. W. Norton, 1968. – 175 p.
776. Solow R. A contribution to the theory of economic growth / R. Solow // Quarterly Journal of Economics. – 1956. – № 70. – P. 65–94.
777. Solow R. Technical change and the aggregate production function / R. Solow // Revue of Economics and Statistics. – 1957. – № 39. – P. 214–231.
778. Spicer E. E. The Money Market in Relation to Trade and Commerce / E. E. Spicer. – L.: H. F. Lynch & Co., Ltd., 1924. – 248 p.
779. Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.

780. Sprague O. The American Crisis of 1907 / O. Sprague // *Economic Journal*. – 1908. – Vol. 18. – № 71. – P. 354–372.
781. Sprague O. History of Crisis under the National Banking System / O. Sprague. – Washington: Government Printing Office, 1910. – 484 p.
782. Stamp J. British Incomes and Property / J. Stamp. – London: King, 1927. – 537 p.
783. Standage T. The Victorian Internet: The Remarkable Story of the Telegraph and the Nineteenth Century's On-Line Pioneers / T. Standage. – N.Y.: Walker and Co, 1998. – 256 p.
784. Statistical abstract for the United Kingdom in each of the last fifteen years, from 1853 to 1867. – L.: Great Britain Parliament. House of Commons, 1868. – 256 p.
785. Statistical Abstract of the United States. – Washington: US Government Printing Office, 1935. – 792 p.
786. Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97: 1932–1934. – Washington, DC, 1934. – P. 9–10, 16. – <http://www.fraser.stlouisfed.org>
787. Stock Exchange Values // *Financial Times*. – 1914. – 27 August.
788. Stone I. The Global Export of Capital from Great Britain. 1865–1914: A Statistical Review / I. Stone. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 1999. – 430 p.
789. Straus A. Auf, Ab, Auf: Der Finanzplatz Paris im 20. Jahrhundert / A Straus // *Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert* [Ed. Christoph Maria Merki]. – Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. – S. 83–96.
790. Sturmer G. Geschichte der Eisenbahnen: Entwicklung und jetzige Gestaltung sämtlicher Eisenbahnnetze der Erde / G. Sturmer. – Bromberg: H. Heyfelder, 1872. – 247 p.
791. Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870–1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 262–294.
792. Supple B. The experience of economic growth: case studies in economic history / B. Supple. – New York: Random House, 1963. – 458 p.
793. Suzuki T. Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market, 1870–1913 / T. Suzuki. – London: Athlone, 1994. – 307 p.

794. Swift J. The Bubble / J. Swift. – <http://www.buyandhold.com>
795. Sykes J. The Amalgamation Movement in English Banking, 1825–1924 / J. Sykes. – L.: P. S. King & Son Ltd, 1926. – 231 p.
796. Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830 / R. Sylla // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 209–240.
797. Sylla R. Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America / R. Sylla, E. Wright // Business and Economic History Online. – 2004. – Vol. 2. – <http://www.h-net.org>
798. Sylla R. The Origins of the New York Stock Exchange / R. Sylla // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 299–312.
799. Szajkowski Z. Jews and the French Revolutions of 1789, 1830 and 1848 / Z. Szajkowski. – Jersey City, NJ: KTAV Publishing House, Inc., 1970. – 1161 p.
800. Taylor A. J. P. English History 1914–1945 / A. J. P. Taylor. – Oxford University Press, 2001. – 719 p.
801. Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? / P. Temin. – N. Y.: W. W. Norton, 1976. – 201 p.
802. Temin P. Lessons from the Great Depression / The Lionel Robbins Lectures for 1989 / P. Temin. – Cambridge, MA: The MIT Press, 1991. – 193 p.
803. Temin P. The Beginning of the Depression in Germany / P. Temin // Economic History Review. – 1971. – № 24. – P. 240–248.
804. The Acute Stage of the Financial Crisis Has Passed // The New York Times. – 1893. – May 22.
805. The Advantages and Disadvantages of French Securities // The Economist. – 1872. – № 1507. – July 13. – P. 861–862.
806. The Aspirations of Germany // The New York Times. – 1875. – December 8.
807. The Awakening of Europe // The Economist. – 1860. – № 866. – March 31. – P. 335–336.
808. The banking crisis. The Knickerbocker Trust Company will resume business // The New York Times. – 1908. – March 08. – <http://www.query.nytimes.com>
809. The Dow Jones Investor's Handbook / Ed. Maurice L. Farrell. – N. Y.: Dow Jones Books, 1966. – 119 p.

810. The Financial Crisis // The New York Times. – 1873. – September 24.
811. The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 459 p.
812. The Increasing Activity of Government Securities // The New York Times. – 1866. – August 11.
813. The Loan Positions of the Stock Exchange // The Economist. – 1914. – 19 October.
814. The New Survey of London Life and Labour. Forty Years of Change. Vol. I. – London, 1930. – 273 p.
815. The Panic of 1825 // The Week. – 2008. – April 14. – <http://www.theweek.com>
816. The Paper Pound of 1797–1821. Contains a Reprint of the Bullion Committee Report / Ed. E. Cannan. – 1919 (Reprint. – General Books LLC, 2010). – 68 p.
817. The Parliamentary Debates from the Year 1803 to the Present Time [Ed. T. Hansard]. – L.: T. Hansard & Pater Noster Press, 1826. – Vol. XII (28. 02. 1825, 16. 03. 1825). – P. 718, 1049; Parliamentary debates. Vol. XVI. (5. 12. 1826). – P. 244, 277; Vol. XXII (8. II. 1930). – P. 235; Vol. XXXI (12. 02. 1836). – P. 356–358; Vol. XXXII (11. 03. 1836). – P. 203; Vol. XXXIII (12. 05. 1836). – P. 849, 852.
818. The Scenes in the City // Manchester Guardian. – 1914. – 1 August.
819. The Stock Markets // The Economist. – 1894. December 22. – P. 1582–1584.
820. The Stock Markets // The Economist. – 1910. – January 1. – P. 43–44.
821. The Stock Markets // The Economist. – 1912. – July 6. – P. 36–37.
822. Tilly R. Financial Institutions and Industrialization in the Rhinland, 1815–1817 / R. Tilly. – Maddison: Univ. of Wisconsin Press, 1966. – 256 p.
823. Tooke T. A History of Prices and of the State of the Circulation from 1792 to 1856 // T. Tooke, T. Gregory, W. Newmarch. – 6 vols. Vol. IV. – L.: P. S. King and Son, 1928. – 981 p.
824. Tools of Empire. Neue Technologien schaffen die Voraussetzungen für eine Weltpolitik im 19. und 20. Jahrhundert. 2006. – P. 16–20.
825. Tooze A. The Wages of Destruction: The Making and Breaking of the Nazi Economy / A. Tooze. – N. Y.: Penguin Group, 2008. – 848 p.

826. Towin A. Lettres De Russie / A. Towin // L'Economiste Francais. – 1880. – 24 Janvier. – P. 102–104.
827. Toynbee A. Survey of international affairs, 1931 / A. Toynbee. – L.: Royal Institute of International Affairs, 1932. – 554 p.
828. Truman H. Memoirs / H. Truman. – 2 vols. V. 2. Years of Trial and Hope. – N. Y.: Doubleday, 1956. – 590 p.
829. Twain M. Stirring Times in Austria / M. Twain // Harpers New Monthly Magazine. – 1983, March. – P. 533.
830. Twain M. The Chicago of Europe: And Other Tales of Foreign Travel / M. Twain. – N. Y.: Sterling Publishing Company, 2009. – 419 p.
831. U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1961. – 789 p.
832. U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1975. – 1232 p.
833. Ullman H. Der deutsche Steuerstaat. Geschichte der öffentlichen Finanzen vom 18. Jahrhundert bis heute / H. Ullman. – Munchen: Verlag C.H.Beck, 2005. – 270 s.
834. Ullman H. Staat und Shulden. öffentliche Finanzen in Deutschland seit dem 18. Jahrhundert / H. Ullman. – Göttingen: Vandenhoeck Ruprecht GmbH & Co., 2009. – 254 s.
835. US Inflation Calculator. – <http://www.usinflationcalculator.com>
836. Veblen T. The theory of the leisure class: an economic study of institutions / T. Veblen. – N. Y.: B.W. Huebsch, 1912. – 404 p.
837. Venturini K. Chronik des XIX Jahrhunderts, Das Jahr 1826 / K. Venturini. – Leipzig: J. F. Hammerich, 1828. – 787 s.
838. Vialles P. La consommation et les crises Économiques, thèse pour le doctorat, par Pierre Vialles / P. Vialles. – Paris: V. Giard et E. Brière, 1903. – 464 p.
839. Vienna // The New York Times. – 1873. – May 28.
840. Vienna's Fair // The New York Times. – 1873. – May 25.
841. Volkswirtschaftliche Chronik fur das Jahr 1907. – Jena: G. Fischer, 1908. – 902 s.
842. Volkswirtschaftliche Chronik fur das Jahr 1912. – Jena: G. Fischer, 1913. – 1095 s.
843. Voth H. J. Did High Wages of High Interest Rates Bring Down Weimar Republic. Cointegration Model of Investment in Germany, 1925–1930 / H. J. Voth // Journal of Economic History. – 1995. – № 55. – P. 801–821.

844. Voth H. J. With a Bang not a Whimper: Pricking Germany's Stock Market Bubble in 1927 and the Slide into Depression / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. – 2005. – № 63. – P. 65–99.
845. Wagemann E. Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft. Grundlagen einer weltwirtschaftlichen Konjunkturlehre / Wagemann E. – Berlin: R. Hobbing, 1931. – 419 s.
846. Wamsley W. F. The Magnet of Dancing Stock Prices / W. F. Wamsley // *The New York Times*. – 1929. – March 24. – P. 87.
847. Want Old Rate Restored // *Boston Daily*. – 1894. – 10 Febr. – P. 10.
848. Warburg Assails Federal Reserve // *The New York Times*. – 1929. – March 8. – P. 40.
849. Warburg J. Long Road Home: The Autobiography of a Maverick / Warburg J. – Garden City: Doubleday, 1964. – 314 p.
850. Weber E. France: Fin de Siècle / E. Weber. – Harvard: Harvard University Press, 1986. – 294 p.
851. Weidenmier M. The Market For Confederate Cotton Bonds / M. Weidenmier // *Explorations in Economic History*. – 2000. – № 37. – P. 76–97.
852. Weidenmier M. Turning Points in the U. S. Civil War: Views from the Grayback Market / M. Weidenmier // *Southern Economic Journal*. – 2002. – Vol. 68. – № 4. – P. 875–890.
853. Wenzlhuemer R. Connecting the Nineteenth-Century World: The Telegraph and Globalization / R. Wenzlhuemer. – Cambridge: Cambridge University Press, 2013. – 339 p.
854. Western D. L. Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets / D. L. Western. – L.: Routledge, 2004. – 237 p.
855. White E. Anticipating the stock market crash of 1929: The view from the floor of the stock exchange / E. White // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 294–318.
856. White E. Banking and Finance in the Twentieth Century / E. White // *The Cambridge Economic History of the United States* [ed. S. L. Engermann.]. Vol. 3. The Twentieth Century. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – P. 743–802.
857. Wicker E. Banking Panics of the Gilded Age / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – 160 p.
858. Wicker E. The Banking Panics of the Great Depression / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 1996. – 174 p.
859. Wigmore B. The Crash and Its Aftermath: A history of Securities Markets in the United States, 1929–1933 / B. Wigmore. – Westport, Conn.: Greenwood Press, 1985. – 731 p.

860. Wilkie A. D. The Risk Premium on Ordinary Share / A. D. Wilkie // *British Actuarial Journal*. – 1994. – № 1, part 2. – P. 251–257.
861. Wilkins M. The History of Foreign Investment in the United States to 1914 (Harvard Studies in Business History) / M. Wilkins. – Harvard: Harvard University Press, 1989. – 1080 p.
862. Williams D. London and the 1931 Financial Crisis / D. Williams // *Economic History Review*. – 1963. – Volume 15, Issue 3. – P. 513–528.
863. Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. – Berlin: Ayer Publishing, 1890. – 706 s.
864. Wolf N. Europe's Great Depression: Coordination Failure after the First World War / N. Wolf // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 74–109.
865. Woodmansee M. The new economic criticism: studies at the intersection of literature and economics / M. Woodmansee, M. Osteen. – N. Y.: Routledge, 1999. – 437 p.
866. Wright R. E. The first Wall Street: Chestnut Street, Philadelphia, and the birth of American finance / R. E. Wright. – Chicago: University of Chicago Press, 2005. – 210 p.
867. Wueschner. S. A. Charting Twentieth-Century Monetary Policy: Herbert Hoover and Benjamin Strong, 1917–1927 / S. A. Wueschner. – Westport, CT: Greenwood Publishing Group, 1999. – 178 p.
868. Wurm S. The Development of Austrian Financial Institutions in Central, Eastern and South-Eastern Europe / S. Wurm. *Comparative European Economic History Studies Working Paper Series Number 31*. November 2006. – Vienna: University of Applied Sciences of Vienna, 2006. – 80 p.
869. Yamamura K. A Study of Samurai Income and Entrepreneurship: quantitative analyses of economic and social aspects of the samurai in Tokugawa and Meiji, Japan / K. Yamamura. – Cambridge: Harvard University Press, 1974. – 317 p.
870. Young E. Imperium Pelagi a Naval Lyrick: Written in Imitation of Pindar's Spirit. Occasion'd by His Majesty's Return, Sept. 1729 and the Succeeding Peace / E. Young. – L.: BiblioBazaar, 2010. – 72 p.
871. Ziegler P. The Sixth Great Power: Barings, 1762–1929 / P. Ziegler. – L.: Harper Collins Publishers Limited, 1988. – 430 p.
872. Zimmerman D. Panic! Markets, Crises and Crowd in American Fiction. – Chappell Hills: The University of North Carolina Press, 2006. – 312 p.

Науково-популярне видання

Сергій МОШЕНСЬКИЙ

МІЖ ЛОНДОНОМ І ПАРИЖЕМ

Фінансові ринки індустріальної епохи

Відповідальна за випуск Анна Погребіцька
Керівник проекту Ігор Степурін

Підписано до друку 24.04.2025.
Формат 70х100/16. Папір офсетний. Друк офсетний.
Ум. друк. арк. 63,21. Наклад 100 прим.

ВИДАВЕЦЬ ТА ВИГОТОВЛЮВАЧ
ТОВ «Креативна агенція «Артіль»
просп. Георгія Нарбута, 3, оф. 37, м. Київ

Контактна інформація:
+380 (67) 5028092,
artelbooks@gmail.com, artelbook.com.ua

Свідоцтво про внесення
до Державного реєстру видавців
ДК № 7348 від 03.06.2022

